

Royaume du Maroc

Ministère de l'Education Nationale, de la Formation
Professionnelle, de l'Enseignement Supérieur et de la
Recherche Scientifique



المملكة المغربية

وزارة التربية الوطنية والتكوين المهني و التعليم العالي
و البحث العلمي

Centre des Etudes Doctorales : Sciences Economiques et Gestion

Laboratoire de Recherche : Laboratoire de Recherche en Management, Finance et Economie
Sociale (LAREMFES)

Thèse pour l'obtention du Doctorat
en Sciences Economiques et Gestion
Sous le thème :

Impact de l'enracinement des dirigeants sur
l'efficacité des mécanismes de gouvernance des
entreprises :
Cas des entreprises marocaines cotées

Présentée et soutenue par :

M. MOHAMED BOUSETTA

Sous la direction du professeur :

Pr. LHOUSSAIN EL MALLOUKI

Membres du Jury

Pr. LHOUSSAIN EL MALLOUKI
Pr. ABDELKARIM MOUSSA
Pr. MOHAMMED NMILI
Pr. MOHAMMED MAKHTARI
Pr. ZOUHAIR EJBARI

PES, FSJES de FES
PES, FSJES de FES
PES, FSJES de FES
PH, FSJES de FES
PH, FSJES de TANGER

Président
Suffragant
Suffragant
Suffragant
Suffragant

Année universitaire : 2019/2020

Remerciements :

Au terme de cette recherche, mes remerciements vont vers les personnes qui, d'une manière ou d'une autre, ont rendu possible sa réalisation.

Je tiens à exprimer toute ma reconnaissance envers mon directeur de thèse, le Professeur **EL MALLOUKI LHOUSSAIN**. Ses commentaires éclairés, ses judicieux conseils, sa disponibilité et ses encouragements m'ont considérablement aidé à mener à terme mes travaux de recherche.

Ma reconnaissance va également aux Professeurs **MOUSSA ABDELKARIM**, **NMILI MOHAMMED**, **MAKHTARI MOHAMMED** et **EJBARI ZOUHAIR** qui me font l'honneur de juger ce travail.

J'exprime toute ma gratitude à l'ensemble des Professeurs et doctorants membres du Laboratoire de Recherche en Management, Finance et Economie Sociale (LAREMFES), et à tous ceux que j'ai croisés lors des séminaires, des colloques et des conférences, je tiens à exprimer toute ma reconnaissance pour leur écoute et leurs précieux conseils.

Je prie également les membres de ma famille, mes amis et collègues de travail, que je ne peux nommément remercier faute d'espace, de trouver en cette thèse une juste récompense aux divers appuis qu'ils n'ont jamais ménagés à mon égard.

Impact de l'enracinement des dirigeants sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance des entreprises :

Cas des entreprises marocaines cotées

Résumé :

Depuis les travaux fondateurs de Berle et Means (1932), la question de l'efficacité des mécanismes de gouvernance et leur capacité à contraindre les dirigeants à s'aligner sur les intérêts des actionnaires, n'a cessé de fait débat aussi bien en théorie qu'en pratique. Si un consensus en faveur d'un effet notable de ces mécanismes sur la performance de l'entreprise a gagné du terrain ces dernières années, des événements plus récents, comme les affaires Enron et vivendi, suggèrent que dans leur quête d'enracinement, les dirigeants entreraient en possession de leviers leur permettant de se soustraire à la discipline qui leur est imposé pour poursuivre des objectifs autres que ceux des actionnaires.

De là l'objectif de cette thèse qui se propose d'évaluer, dans le contexte des émetteurs marocains, l'impact de l'enracinement managérial sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance. Pour ce faire, la recherche mobilise une réflexion en deux temps correspondant chacun à une question plus précise. La première, est intermédiaire, se veut de poser comme cadre d'analyse de l'efficacité des mécanismes retenus (structure de propriété et conseil d'administration), l'effet éventuel qu'ils pourraient avoir sur la performance de l'entreprise. La seconde s'inscrit dans le cadre de l'étude de l'effet de l'enracinement des dirigeants, a priori « modérateur », de la relation retenue pour modéliser l'efficacité des mécanismes en question. Cette recherche se propose, donc, de concevoir un modèle explicatif des liens et des logiques qui existeraient entre l'enracinement managérial, les mécanismes de gouvernance et la performance de l'entreprise.

Sur la base d'un échantillon de 49 entreprises marocaines cotées à la BVC durant la période 2008-2015, les tests des modèles explicatifs montrent que l'enracinement managérial modère positivement l'incidence, confirmée initialement, de la concentration de la propriété et de la propriété managériale sur la performance de l'entreprise, ce qui va dans le sens des réflexions sur la compatibilité de cet enracinement avec l'objectif de maximisation de la valeur recherché par ces mécanismes. Par contre le signe de la modération est négatif pour les relations associant à la fois la propriété institutionnelle et l'indépendance du conseil d'administration à la performance de l'entreprise ce qui corrobore la thèse de l'opportunisme managérial qui sous-entend une neutralisation des mécanismes instaurés par les actionnaires.

Mots clés: Gouvernance d'entreprise, conseil d'administration, structure de propriété, enracinement des dirigeants, performance de l'entreprise

Impact of managerial entrenchment on the effectiveness of governance mechanisms:

Case of listed Moroccan companies.

Abstract:

Since the founding works of Berle and Means (1932), the question of the effectiveness of governance mechanisms and their ability to force executives to align their interests with those of the shareholders has been the subject of constant debate as well in theory as in practice. If a consensus in favor of a significant effect of these mechanisms on corporate performance has gained ground, in recent years, some recent events, such as the Enron and Vivendi cases, suggest that executive's entrenchment allows them to avoid the imposed monitoring and serve their own interests at the expense of shareholder's wealth.

Hence, this thesis aims to evaluate, for Moroccan issuers, the impact of managerial entrenchment on the effectiveness of governance mechanisms. To that end, the research is applying a two-step reflection process, each corresponding to a more specific question. The first is an intermediate question with intent to design the effectiveness of the selected mechanisms (ownership structure and board of directors), by the possible effect they could have on the company's performance. The second question is expected to examine the influence of the executive's entrenchment, a priori moderator, on the effectiveness of the selected mechanisms as designed by the first question. This research therefore proposes to design an explanatory model of the links and logics that would exist between executive's entrenchment, governance mechanisms and corporate performance.

Based on a sample of 49 Moroccan companies listed during the period from 2008 through 2015, the explanatory models tests show that managerial entrenchment moderates positively the effect, initially confirmed, of the ownership concentration and managerial ownership on the company's performance, which is in line with the reflections on the compatibility of this entrenchment with the objective of value maximization sought by governance mechanisms. On the other hand, the sign of moderation is negative for relationships that combine both institutional ownership and the independence of the board of directors with corporate performance, which corroborates the thesis of managerial opportunism that implies a neutralization of the control mechanisms put in place by shareholders.

Keywords: Corporate governance, board of directors, ownership structure, managerial entrenchment, corporate performance.

Sommaire :

<u>Introduction générale</u>	7
Partie première : Cadre conceptuel explicatif de l'impact de l'enracinement du dirigeant sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise	16
Premier chapitre : Identification d'un cadre d'analyse de l'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise.	17
Section 1 : Rappel du cadre conceptuel de la gouvernance d'entreprise.	18
Section 2 : Mécanismes et pratiques de la gouvernance d'entreprise.	37
Section 3 : Présentation du cadre d'analyse de l'efficacité des mécanismes de la gouvernance d'entreprise.	54
Chapitre 2 : Enjeux de l'intégration de la théorie de l'enracinement dans l'analyse de l'efficacité des mécanismes de GE.	69
Section 1 : Enracinement des dirigeants : Présentation, stratégies et conséquences sur la performance de l'entreprise.	70
Section 2 : Impact de l'enracinement sur l'efficacité de la structure de propriété.	85
Section 3 : Impact de l'enracinement sur l'efficacité du conseil d'administration.	100
Deuxième Partie Méthodologie et résultats de la recherche.	115
Premier chapitre : Méthodologie de recherche.	116
Section 1 : Design de la recherche.	117
Section 2 : Opérationnalisation des variables et collecte des données.	136
Section 3 : Les tests statistiques et modèles de recherche.	155
Chapitre 2 : Traitement et mise en perspective des résultats empiriques.	169
Section 1 : Analyse descriptive des données.	170
Section 2 : Vérification de l'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance de l'entreprise.	186
Section 3 : Vérification de l'impact de l'enracinement sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance.	205
<u>Conclusion générale</u>	225

Liste des abréviations, sigles, symboles et acronymes

AMMC	: Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (ex CDVM)
ANOVA	: Analyse de la variance
BAD	: Banque africaine de développement
BM	: Banque mondiale.
BVC	: Bourse des valeurs de Casablanca
CA	: Conseil d'administration
CAM	: Crédit agricole du Maroc
CDG	: Caisse de Dépôt et de Gestion
CDVM	: Conseil déontologique des valeurs mobilières
CGEM	: Confédération générale des entreprises du Maroc
CIMR :	: Caisse Interprofessionnelle Marocaine de Retraite
CMR	: Caisse marocaine de retraite
DG	: Directeur Général
GE	: Gouvernance d'entreprise
GPBM	: Groupement Professionnel des Banques du Maroc
II	: Investisseur institutionnel
IMA	: Institut marocain des administrateurs
MAMDA	: Mutuelle Agricole Marocaine d'Assurances
MCMA	: Mutuelle Centrale Marocaine d'Assurances
MGE	: Mécanismes de gouvernance d'entreprise
OCDE	: Organisation de Coopération et de Développement Economiques
OPA	: Offre publique d'achat
OPCVM	: Organismes de Placement Collectif en Valeurs mobilières
PDG	: Président directeur général
PME	: Petite et moyenne entreprise
RCAR	: Régime Collectif d'Allocation de Retraite
ROA	: <i>Return On Assets</i>
ROE	: <i>Return On Equity</i>
SA	: Société anonyme
SICAV	: Société d'investissement à Capital Variable
SPSS	: Statistical Package for Social Sciences

Introduction générale :

1. Contexte de la recherche :

A l'origine de la théorie de gouvernance, Berle et Means¹ soulèvent en 1932 la gestion défavorable aux actionnaires des grandes firmes cotées de l'époque. La raison évoquée est le démembrement de la fonction de propriété en une fonction décisionnelle, déléguée à l'équipe dirigeante, et une fonction de contrôle à la charge des actionnaires (Chatelin-Ertur et Nicolas, 2011 ; Allemand, 2012). Cette problématique est, ensuite, reprise par Jensen et Meckling (1976) pour construire les fondements de la théorie de l'agence qui présente le dirigeant comme étant un agent opportuniste qui n'a d'autres yeux que pour ses intérêts personnels. Au sens de cette théorie², les actionnaires (le principal) attendent des dirigeants (l'agent) qu'ils agissent au mieux de leurs intérêts en contrepartie d'une délégation de pouvoir assortie de rémunération. Toutefois, à défaut d'une convergence parfaite des intérêts, le risque pour les actionnaires est que l'agent ait ses propres intérêts qui ne colleraient pas avec les leurs et qu'il entreprend, pour les faire aboutir, des comportements opportunistes non sans effet sur la création de la valeur.

De là, l'intérêt pour des mécanismes permettant de contraindre les dirigeants, sinon de les inciter à s'aligner sur les intérêts des actionnaires et de réduire, par conséquent, les coûts liés aux dérives comportementales des mandataires. Sur cet aspect, « *la question de la gouvernance des entreprises s'est inscrite dès l'origine dans une perspective de régulation du comportement des dirigeants et dans la définition des règles du jeu managérial* » (Charreaux, 2004).

Partant de ce constat, nombreuses sont les études empiriques qui ont cherchées à déterminer les conditions du fonctionnement optimal de ces mécanismes et mettre en évidence l'effet potentiel qu'ils peuvent avoir sur la richesse des actionnaires (Fama et Jensen, 1983 ; Shleifer et Vishny, 1997 ; Allouche et Amann, 2000 ; Haniffa et Hudaib, 2006). Si les résultats de ces études sont dans l'ensemble divergents (Bhagat, Bolton et Romano, 2008), il

¹ Berle A.A. et Means G.C., « *The modern corporation and private property* », MacMilan, 1932.

² Cette théorie s'est imposée comme étant l'approche dominante de la littérature sur la gouvernance (Daily et al., 2003).

n'en demeure qu'elles se fondent, pratiquement toutes, sur le postulat selon lequel les dirigeants ont un comportement passif face à la discipline qui leur est imposée (Charreaux, 1996). De telle sorte qu'elles se contentent de vérifier l'incidence de la mise en place de mécanismes disciplinaires sur la richesse des actionnaires, sans véritablement s'interroger ni sur leur efficacité réelle, ni sur les voies par lesquelles ils agissent, ni encore sur leur adéquation par rapport à l'objectif disciplinaire recherché. Dès lors, ces mécanismes seraient parfaitement efficaces et les dirigeants subiraient les systèmes disciplinaires sans véritablement pouvoir influencer leur mise en place ni réagir autrement qu'en faisant des choix permettant de maximiser la valeur actionnariale.

Toutefois, des faillites d'entreprises comme les cas Enron (2002) et WorldCom (2003) au Etats-Unis³, ou bien le Crédit Lyonnais (1993) et Vivendi (2002) en France, ont été interprétés comme le signe d'une faillite des mécanismes de gouvernance surpassés par les comportements managériaux. Le Maroc, terrain de notre travail de recherche, n'échappe pas non plus à ce phénomène de dérives managériales. Les dirigeants d'entreprises comme la banque CIH, la CGI ou la CNSS ont été accusés d'actes et de décisions incompatibles avec l'intérêt social et de production et communication d'information frappée d'irrégularité.

Depuis, plusieurs analyses, bien que majoritairement conceptuelles, ont démontré que les systèmes de gouvernance n'étant jamais parfaits, les dirigeants disposent d'une certaine latitude leur permettant d'affaiblir voir d'annihiler les mécanismes de contrôle mis en place par les actionnaires (Alexandre et Paquerot, 2000 ; Bergery, 2011). Ces analyses issues de la théorie de l'enracinement managérial, tentent d'expliquer comment des mécanismes supposés renforcer l'efficacité des organisations peuvent être utilisés par les acteurs pour s'enraciner dans leurs fonctions et étendre leur pouvoir discrétionnaire. Développée à l'origine par Shleifer et Vishny en 1989, cette théorie permet de mieux comprendre le comportement des dirigeants dans le cadre de la gouvernance d'entreprise. Elle suppose que les dirigeants agiraient pour neutraliser l'effet des mécanismes de contrôle ou profiter des limites qu'ils présentent pour s'approprier des avantages personnels plus importants, accroître leur latitude dans les choix stratégiques et, *in fine*, diminuer la probabilité de leurs révocation.

³ VALERIAN F., « Crise dans la gouvernance : Ethique des affaires et recherche du profit », Edition ESKA, 2011, p. 151.

2. Problématique de la recherche :

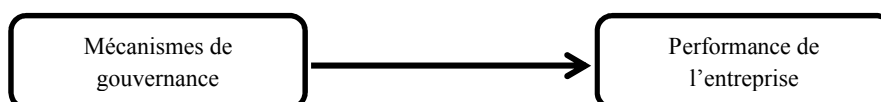
Parti de ces constats, nous avons voulu comprendre l'incidence des comportements discrétionnaires, associés à l'enracinement des dirigeants, sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance. De ce fait, notre recherche est guidée par la question centrale suivante :

Quel est l'effet de l'enracinement managérial sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance de l'entreprise ?

En ce sens, notre réflexion diffère des travaux antérieurs portant sur l'analyse de l'efficacité des mécanismes de gouvernance, principalement par le cadre élargi que nous avons retenu et qui se fonde sur l'étude de l'efficacité du système de gouvernance compte tenu de l'objectif d'enracinement attribué aux dirigeants. La thèse défendue ici est que les comportements et attitudes des dirigeants, peuvent déterminer la capacité des mécanismes de gouvernance à conduire l'entreprise à la performance. Il s'agit, ainsi, d'aboutir à une modélisation qui établit les liens potentiels entre les dimensions de l'enracinement managérial et l'efficacité des mécanismes de gouvernance.

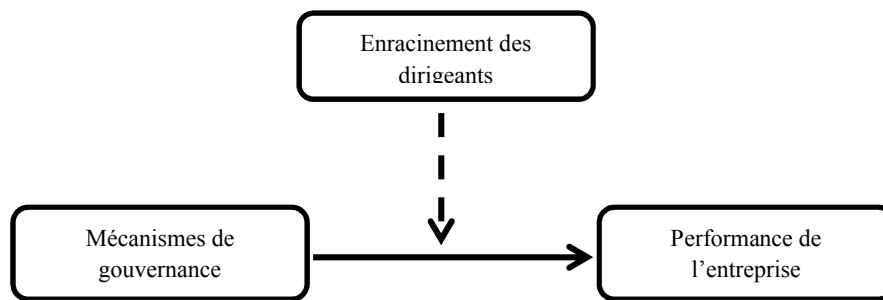
Pour ce faire, nous ne saurions aller plus loin dans nos développements sans préciser, avant toute chose, ce qu'on entend par « efficacité » des mécanismes de gouvernance. Ainsi, compte tenu de la raison d'être desdits mécanismes qui consiste à amener les dirigeants à maximiser la richesse actionnariale, nous concevons cette efficacité par l'incidence éventuelle de ces mécanismes sur la performance de l'entreprise.

Figure 1 : L'efficacité des mécanismes de gouvernance



Ceci dit, l'objectif principal de notre recherche serait, donc, d'examiner l'effet modérateur potentiel de l'enracinement sur la relation d'influence entre les mécanismes de gouvernance et la performance de l'entreprise.

Figure 2: Schéma de la problématique générale de la thèse



La réponse à cette problématique mobilise une réflexion en deux temps correspondant chacun à une question plus précises. La première, est intermédiaire, porte sur le lien direct entre les mécanismes de gouvernance et la performance de l'entreprise.

- Quelle influence ont les mécanismes de gouvernement d'entreprise, en particulier, la structure de propriété et le conseil d'administration, sur la performance de l'entreprise ?

La seconde s'inscrit dans le cadre de l'étude de l'influence de l'enracinement des dirigeants, a priori « modérateur », sur la relation initialement exposée.

- Quelle influence l'enracinement des dirigeants peut-il avoir sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise ?

3. Intérêts de la recherche :

A notre connaissance, les recherches marocaines sur la gouvernance d'entreprise s'inscrivent, pour la plupart, dans le cadre des sciences juridiques. Le peu de contributions effectuées dans le cadre des sciences de gestion se limitent à analyser l'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance de l'entreprise. De ce point de vue, notre recherche se veut être une contribution à la littérature théorique par l'intégration du comportement des dirigeants dans l'analyse du rôle supposé des mécanismes de gouvernance dans le processus de création de la valeur au sein des entreprises marocaines. En ce sens, notre recherche présente un triple intérêt : théorique, méthodologique et pratique.

Au niveau théorique, notre recherche s'inscrit dans le prolongement de la réflexion sur la gouvernance des entreprises et en particulier sur l'efficacité de ses mécanismes. En effet, si ce

sujet a fait l'objet d'une abondante littérature, peu de travaux l'ont traité en tenant compte l'effet que peut avoir les comportements discrétionnaires des dirigeants sur la capacité des mécanismes de gouvernance à favoriser la création de la valeur. Nous en voulons pour preuve les propos suivants de de Charreaux (1997) qui souligne « *Dans les premiers travaux [sur la gouvernance d'entreprise], l'attitude des dirigeants relativement aux mécanismes est le plus souvent passée sous silence. On ignore si les mécanismes s'imposent aux dirigeants ou s'ils sont mis en place avec leur accord, voire à leur initiative.* ».

Dans cette perspective, ce travail a l'ambition d'enrichir la littérature théorique sur la gouvernance d'entreprise et, en particulier, la compréhension de l'effet potentiel de l'enracinement managérial sur le rôle des dispositifs de gouvernance dans le processus de création de la valeur. En ce sens, elle se fonde sur une approche plus complète de l'analyse de l'efficacité des mécanismes de gouvernance issue du croisement de plusieurs théories (notamment les théories de l'agence et de l'enracinement) afin de comprendre la façon dont les dirigeants peuvent se soustraire à la discipline qui leur est imposée pour privilégier leurs intérêts personnels au détriment de l'objectif de maximisation de la valeur. Pour ce faire, un ensemble d'hypothèses a été formulé et mis à l'épreuve empiriquement au moyens d'analyses multivariées afin d'établir des liaisons significatives entre les concepts étudiés et répondre à notre problématique de recherche.

Au niveau méthodologique, notre recherche présente également plusieurs intérêts. Le premier réside dans la façon proposée pour appréhender l'efficacité des mécanismes de gouvernance. Loin de la conception traditionnelle en scores ou indices de conformité aux bonnes pratiques de gouvernance, notre démarche opérationnalise cette efficacité par la capacité de ces mécanismes à mener l'entreprise à la performance. En d'autres termes, notre propos est ainsi de concevoir l'efficacité des mécanismes de gouvernance comme variable explicative de la performance. En plus, nous avons proposé un modèle explicatif de l'effet des mécanismes de gouvernance sur la performance de l'entreprise enrichi par l'intégration des postulats de la théorie de l'enracinement.

L'originalité de notre méthodologie réside également dans l'utilisation conjointe de méthodes statistiques différentes qui apportent chacune un éclairage différent et un enrichissement complémentaire à la question de la recherche. En effet, notre problématique a impliqué une démarche scientifique en deux étapes. La première envisage d'apporter à la recherche, au moyen d'une régression linéaire multiple, une confirmation préalable de l'effet

des MGE sur la performance de l'entreprise. Dans une deuxième étape, des régressions multiples modérées sont ensuite réalisées afin de se prononcer sur l'effet modérateur de l'enracinement sur la relation MGE/performance de l'entreprise. Cette dernière méthode statistique reste encore peu utilisée en sciences de gestion et en particulier dans les travaux traitant de la thématique de gouvernance de l'entreprise.

Sur le plan pratique, cette recherche pourrait présenter un intérêt aussi bien pour les organismes normalisateurs, que pour les entreprises et les investisseurs. A tous ces acteurs, nous apportons un argument empirique de la capacité des dispositifs de gouvernance à favoriser la performance de l'entreprise. L'intérêt de ce travail se situe, à ce niveau, dans la détermination des conditions sous lesquelles ces mécanismes pourraient remplir cet objectif de maximisation de la performance.

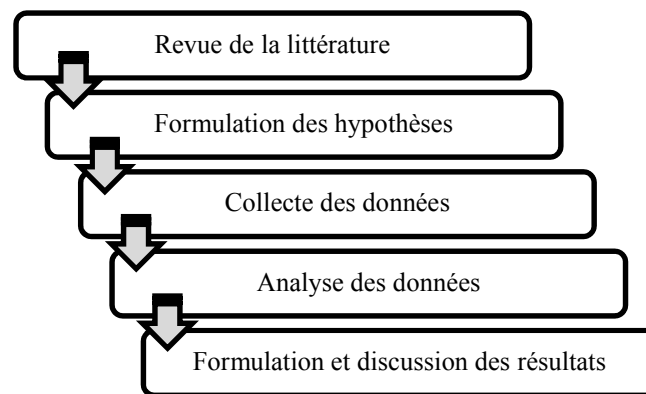
En plus, en recensant les différentes manifestations du comportement discrétionnaire des dirigeants, cette recherche propose également de comprendre le comportement des dirigeants marocains en réaction à la discipline qui leur est imposée et ses conséquences sur l'atteinte des objectifs assignés à cette discipline. En ce sens, les conclusions de cette recherche pourraient servir pour repenser les modes de contrainte et d'incitation des dirigeants dans le cadre du gouvernement d'entreprise.

4. Le positionnement scientifique et épistémologique de la recherche :

Sur le plan épistémologique, notre problématique qui se veut de découvrir la nature de l'effet de l'enracinement des dirigeants sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance, positionne notre chemin de connaissance non loin du paradigme positiviste. En effet, notre réflexion suppose l'existence d'une réalité légitime et raisonnablement stable entre les phénomènes étudiés (Cappelletti, 2005). Ce positionnement fait appel, dans notre cas, à une posture méthodologique hypothético-déductive, combinée à une approche quantitative, correspondant à des allers-retours entre un corpus théorique spécifique et les observations empiriques de phénomènes réels.

De ce fait, notre démarché consiste à confronter un ensemble d'hypothèses, formulées à partir de la littérature antérieure, à la réalité d'un terrain composé d'un échantillon d'entreprises marocaines cotées à la bourse de Casablanca, en vue de réfuter ou remettre en cause la théorie.

Figure 3: Démarche Méthodologique.



Source : Elaboré par nous-même

5. Architecture générale de la thèse :

Le présent travail est structuré en deux parties comptant chacune deux chapitres. La première partie, qui se veut théorique, commence avec un premier chapitre qui pose le cadre d'analyse de l'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise en présentant la littérature dont a été tirée la première question de recherche. Il est question, à ce niveau, de présenter les fondements théoriques de la gouvernance de l'entreprise (*section 1*), les différents mécanismes et systèmes de gouvernance (*section 2*), avant d'aborder la relation MGE et performance de l'entreprise comme cadre conceptuel de l'analyse de l'efficacité desdits mécanismes (*section 3*).

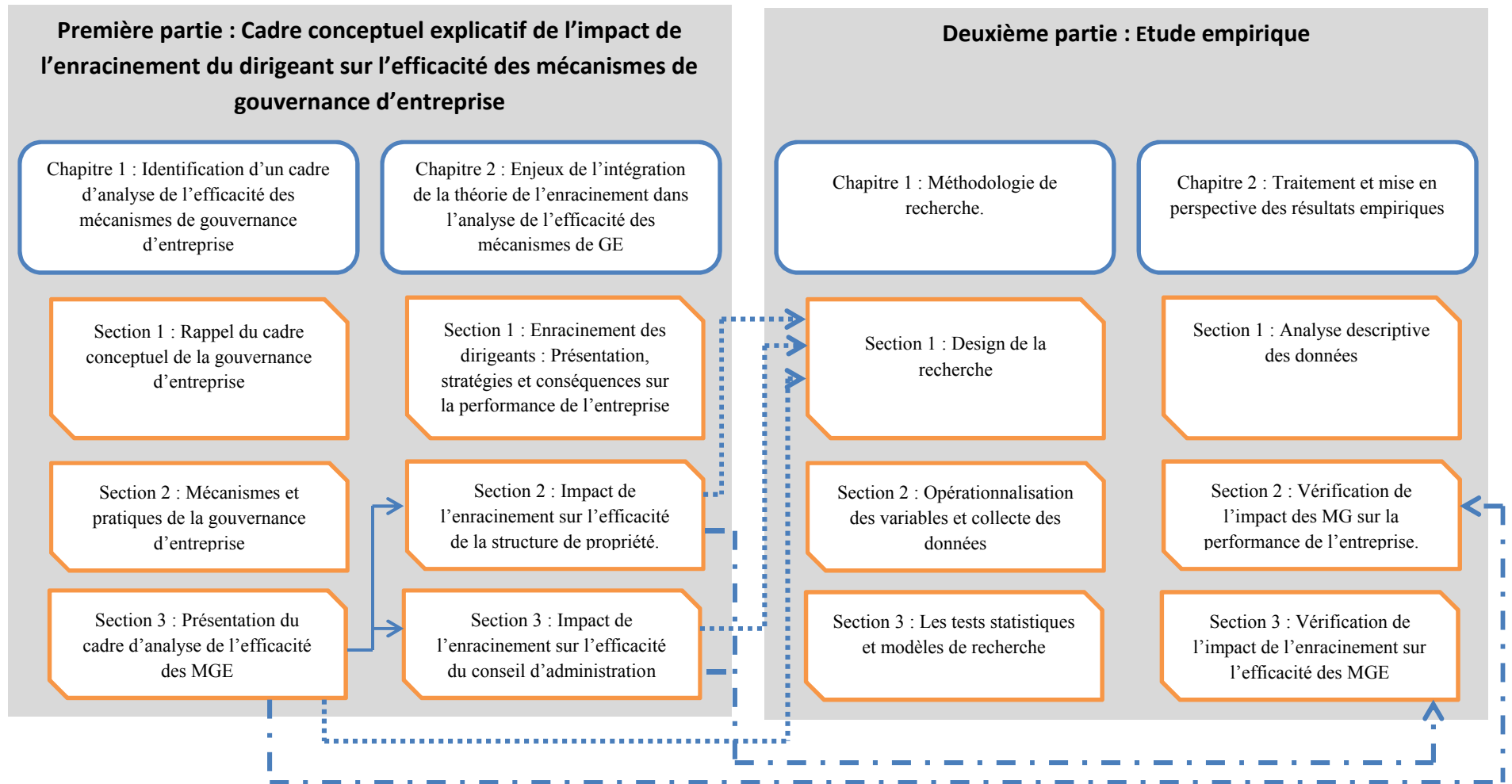
Un deuxième chapitre vient présenter les enjeux de l'intégration des postulats de la théorie de l'enracinement dans l'analyse de l'efficacité des mécanismes de gouvernance. Dans ce chapitre, il s'agit dans un premier temps de faire le point sur le concept d'enracinement et des conséquences qu'il peut avoir sur la performance de l'entreprise (*section 1*). Dans un deuxième temps, il permet d'éclairer notre deuxième question de recherche en démontrant les conséquences des stratégies d'enracinement entreprises par les dirigeants sur l'efficacité des deux mécanismes de gouvernance retenus pour l'analyse (*sections 2 et 3*).

La deuxième partie, composée elle aussi de deux chapitres, est consacrée à notre étude empirique. Le premier chapitre porte sur la justification de la démarche scientifique retenue pour la réalisation de l'étude empirique avec les choix méthodologiques qu'elle implique. En ce sens, ce chapitre commence par présenter le corps d'hypothèses découlant du modèle théorique avant d'enchaîner par la définition du positionnement épistémologique et le protocole méthodologique empruntés pour confronter ces hypothèses à la réalité du terrain

(*section 1*). Par la suite, il s'agit de définir et opérationnaliser les variables nécessitées par l'analyse ainsi que le dispositif de collecte et des sources des données (*section 2*). Enfin, ce chapitre s'achève par l'étape de traduction des hypothèses de recherche en hypothèses statistiques testables par des outils également statistiques. A ce stade, sont présentés les principaux tests statistiques envisageables pour chaque niveau de l'analyse (*section 3*).

Dans le deuxième chapitre de la partie empirique, les résultats d'une analyse univariée préliminaire donnant les éléments descriptifs de notre échantillon et des variables retenues pour l'analyse, sont d'abord présentés (*section 1*). Ensuite, Il est question la présentation et la discussion des résultats qui se dégagent des tests statistiques réalisés pour se prononcer aussi bien sur notre première série d'hypothèses relatives à l'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance de l'entreprise (*section 2*), que celles posées pour appréhender la nature de l'effet modérateur de l'enracinement sur la relation MGE/performance de l'entreprise (*section 3*).

Figure 4 : Architecture de la thèse :



Source : Elaboré par nous-même.

Partie première :

Vers un cadre conceptuel explicatif de l'impact de l'enracinement des dirigeants sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise

Introduction :

L'objectif de cette recherche est de mettre en évidence l'effet potentiel de l'enracinement managérial sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance. En ce sens, cette recherche envisage de revisiter certaines analyses traditionnelles en matière de gouvernance d'entreprises et, en particulier l'efficacité de ces mécanismes, en intégrant le biais comportemental des dirigeants⁴. En effet, il s'avère que ces derniers profiteraient de la latitude qui leur est laissée pour entreprendre des manœuvres susceptibles d'affaiblir voir d'annihiler les mécanismes de contrôle mis en place par les actionnaires (Alexandre et Paquerot, 2000 ; Bergery, 2011). Ceci pour s'approprier des avantages personnels plus importants, accroître leur latitude dans les choix stratégiques et, *in fine*, diminuer la probabilité de leur révocation.

En procédons en deux chapitres, nous allons, dans un premier chapitre, commencer par un parcours du champ des définitions, approches et applications du concept de « gouvernance d'entreprise ». Nous essayons également de saisir la notion d'efficacité de ces mécanismes, en puisant dans les arguments de la théorie de l'agence qui postule que ces mécanismes ont un effet positif notoire sur la performance de l'entreprise. Il s'agit donc de retenir comme cadre d'analyse de l'efficacité des mécanismes retenus pour l'analyse (à savoir la structure de propriété et le conseil d'administration), l'effet éventuel qu'ils pourraient avoir sur la performance de l'entreprise.

Dans un deuxième chapitre, nous essayons d'appréhender les différentes voies d'intervention par lesquelles les dirigeants peuvent se soustraire aux mécanismes de gouvernance étudiée et donc compromettre la capacité de ces mécanismes à favoriser la création de valeur. Le but de cette démarche est donc de proposer un cadre d'analyse permettant de comprendre l'impact de l'enracinement managérial sur le rôle des mécanismes de gouvernance dans le processus de création de la valeur.

⁴ PESQUEUX Y., « Gouvernance et privatisation », Edition PUF, 2007, p. 178.

Chapitre 1 :

Identification du cadre d'analyse de l'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise.

Introduction du chapitre 1:

Notre recherche vise à comprendre l'incidence des comportements discrétionnaires, associés à l'enracinement des dirigeants, sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance. Dans sa formulation même, cet objectif invite la recherche à se poser, avant toute chose, la question de l'appréciation de l'efficacité des mécanismes en question. De là, l'intérêt de fournir un modèle théorique explicatif de cette efficacité.

En l'état actuel de la recherche, une abondante littérature s'est attachée à étudier la capacité des mécanismes de gouvernance à réduire les coûts d'agence résultant de la divergence des intérêts entre les actionnaires et les dirigeants. Dans cette configuration, la gouvernance a été assimilée à un ensemble de mécanismes, d'incitation et de surveillance, qui visent à prévenir les intérêts des actionnaires contre les risques d'expropriation par les dirigeants, mais aussi de contrôler leur choix de gestion pour les aligner sur les critères de maximisation de la valeur actionnariale. Partant de ce constat, nous pouvons concevoir l'efficacité des mécanismes de gouvernance comme variable explicative de la performance de l'entreprise, en d'autres termes nous entendrons, par cette efficacité, l'effet qu'ils peuvent avoir sur l'efficience économique et la création de valeur.

Ainsi, ce dernier chapitre, clé de compréhension pour le reste de la recherche, est organisé en trois sections :

- La première section a pour objectif de dresser une revue de littérature du concept de gouvernance. Nous y présenterons les origines théoriques et étymologiques du concept, ses principales définitions ainsi que les théories et approches conceptuelles ;
- La seconde section est l'occasion d'appréhender les principaux mécanismes selon les classifications communément rencontrée dans la littérature, avant de conclure avec la présentation des principaux modèles de la GE, notamment marocain ;
- En synthèse de ce chapitre, une troisième section posera le modèle théorique explicatif de l'analyse de l'efficacité des mécanismes de gouvernance. Nous tiendrons compte, à ce niveau, de la littérature antérieure sur la relation entre les MGE et la performance de l'entreprise.

Rappel du cadre conceptuel de la gouvernance d'entreprise.

La gouvernance des entreprises est un concept qui s'est développé, depuis les travaux de Berle et Means (1932), pour analyser le pouvoir discrétionnaires des dirigeants et la relation potentielle entre leur latitude et la performance des entreprises, voire même sur leur pérennité. Depuis, il a suscité un intérêt tant dans le milieu académique, que politique et pratique. Cet engouement en a fait un objet complexe qui fait appel à de nombreuses perspectives et acceptions théoriques.

Ainsi, pour mieux cerner le concept, tel que nous l'avons utilisé dans notre recherche, cette première section a pour objectif de dresser un état des lieux sur le concept de gouvernance des entreprises. Nous abordons donc dans un premier temps, les origines théoriques et étymologiques ainsi que les principales théories explicatives permettant de comprendre et de définir le concept. Nous poursuivons, ensuite, par l'identification des approches conceptuelles dans lesquelles s'inscrivent les réflexions en la matière. Nous verrons, à ce niveau, que le concept de gouvernance est une notion complexe qui fait appel à une diversité de disciplines et de perspectives théoriques.

I. Essence et développement conceptuel et théorique de la gouvernance d'entreprise.

La gouvernance semble être aujourd'hui un vocable présent dans tous les discours relatifs au développement. La constitution de ce thème en tant que courant de recherche est traditionnellement attribuée aux travaux de Berle et Means (1932). Entre autres interrogations, ces travaux ont porté sur la perte d'efficacité potentielle causée par la séparation entre la décision et le contrôle dans les grandes entreprises managériales. Il s'agit, comme le souligne Couret (2009), d'un aspect particulier d'une question éternelle de réappropriation, par les actionnaires, du pouvoir confisqué par les dirigeants.

Depuis, les théories de la gouvernance et ses définitions n'ont cessé d'évoluer. Le champ de la gouvernance n'étant plus restreint au seul contrôle des dirigeants et à l'augmentation de la valeur actionnariale. Il s'est également enrichi de la prise en compte de l'effet des

mécanismes de gouvernance sur les biais comportementaux des dirigeants, tel que proposé dans le courant comportemental de la gouvernance.

Dès lors, Le concept de gouvernance d'entreprise mérite donc d'être revisité à travers son origine, sa ou ses définitions, ses approches et critiques théoriques ainsi que son appréhension selon les principaux modèles nationaux.

1. Origines et définitions de la gouvernance d'entreprise.

Dans l'abondante littérature qui lui est consacrée, il est difficile de faire l'unanimité sur la définition de la gouvernance d'entreprise. C'est ce qui explique sans doute qu'aujourd'hui, elle se prête à de nombreux usages et revêt de multiples significations. Stocker (1998) précise dans ce sens que « *les études qui traitent de la gouvernance sont d'inspiration diverse et relativement disparates. Leurs racines théoriques sont variées : économie institutionnelle, relations internationales, études des organisations, études du développement, science politique, administration publique et théories d'inspiration foucaldienne* »⁵.

Dans les développements suivants, nous tentons de clarifier le ou les sens du concept. Pour ce faire, nous présentons dans un premier temps l'étymologie et l'historique de la gouvernance, qui permettent d'en comprendre mieux les caractéristiques actuelles. Puis, nous clôturerons par une présentation de l'inventaire des principales définitions présentes dans la littérature.

1.1. Les origines théoriques et étymologiques du concept :

1.1.1. Les origines théoriques de la gouvernance d'entreprise.

Si le courant moderne de la réflexion théorique sur la GE trouve son origine avec l'émergence des grandes firmes capitalistes cotées de la fin du XIX^{ème} siècle, c'est vers la fin du XVIII^{ème} siècle qu'Adam Smith (1776) relève déjà que la diffusion extrême du capital dégrade les performances économiques de l'entreprise et que les gestionnaires non propriétaires sont moins attentionnés que ceux qui gèrent leurs propres entreprises⁶. Vient ensuite Karl Marx qui souligne, dans le Livre III du Capital, combien le développement des

⁵ STOCKER G., « Cinq propositions pour une théorie de la gouvernance », Revue internationale de sciences sociales, N° 155, 1998, p. 20.

⁶ BIOLLEY G., « l'ADN des meilleurs groupes familiaux : Parcours de l'entrepreneur et pérennisation de l'organisation », Edition De Boeck, p. 395.

sociétés par actions était porteur d'une transformation profonde du capitalisme, avec la séparation de la figure de l'actionnaire capitaliste de celle du dirigeant salarié.

Dans sa forme moderne, le débat sur la gouvernance des entreprises est né aux Etats-Unis avec la publication, en 1932, de l'ouvrage de Berle et Means, « *The modern corporation and private property* ». les auteurs y mettent en évidence la prédominance de la firme managériale comme mode d'organisation majoritaire du capitalisme. Celle-ci étant caractérisée par son actionnariat dispersé et par des managers professionnels assurant sa gestion opérationnelle. Cette dispersion de la propriété a eu des répercussions sur la conduite des entreprises dans la mesure où non seulement l'actionnaire ne peut plus prétendre à diriger directement l'entreprise, mais les actionnaires, atomisés, n'ont guère d'incitation à contrôler les dirigeants vu le coût élevé d'un tel contrôle comparé au gain à en attendre qui est à la hauteur du faible montant de leurs participations. Ce climat a favorisé l'ascension du pouvoir managérial qui a eu pour effets des pertes d'efficacité induites par les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires lesquels trouvent leur origine dans les asymétries d'information et les comportements opportunistes des managers⁷.

La principale conclusion de Berle et Means fut de confirmer la corrélation existante entre la participation managériale dans le capital de l'entreprise, et la performance financière. Ce qu'ils expliquent par la concordance des intérêts des deux parties prenantes. Ce résultat repris quelques décennies plus tard par Jensen et Meckling (1976), est à la base de la théorie de l'agence qui est devenue la principale théorie utilisée dans les recherches sur la gouvernance. Cet engouement pour la théorie d'agence est imputable, selon Daily et al. (2003), à deux principales raisons. La première est qu'il s'agit d'une théorie simple, réduisant les grandes entreprises à deux entités : actionnaires et dirigeants, dont les intérêts sont considérés comme clairs et constants. La seconde suppose que les intérêts personnels priment sur les collectifs et que le refus de sacrifier ses propres intérêts à la réalisation de ceux des autres est une attitude commune à tous.

1.1.2. Les origines étymologiques du terme.

Le terme « gouvernance » provient du verbe grec « *kubernân* » qui signifie piloter un navire ou un char. Utilisé par Platon, ce terme a d'abord été employé en français comme synonyme de « gouvernement » jusqu'à la fin du XVIII^{ème} siècle, puis, à partir de 1478, pour

⁷ CORIAT B. et WEISTEIN O., « Les nouvelles théories de l'entreprise », Librairie générale française, Collection livre de poche, 1995, p. 55.

désigner certains territoires du nord de la France dotés d'un statut administratif particulier. Ce n'est qu'au XIV^{ème} qu'il est passé dans la langue anglaise. Le portugais *governança* et l'espagnol *gobernanza*, dateraient de la même époque, et dérivent également du mot français, avec des acceptions très semblables dans la sphère politico-administrative.

Tous ces termes sont ensuite plus ou moins tombés en désuétude, dans certains cas (notamment en France et au Portugal) parce qu'ils étaient associés à l'Ancien Régime. Le mot anglais *governance* a été remis, de nouveau, à l'honneur dans les années 1990 par des économistes et politologues anglo-saxons et par certaines institutions internationales (ONU, Banque mondiale et FMI, notamment), pour désigner « l'art ou la manière de gouverner », mais avec deux préoccupations supplémentaires ; d'une part, bien marquer la distinction avec le gouvernement en tant qu'institution, et d'autre part, sous un vocable peu usuel et donc peu connoté, promouvoir un nouveau mode de gestion des affaires publiques fondé sur la participation de la société civile à tous les niveaux.

1.2. Les définitions de la gouvernance.

On trouve l'expression « *Corporate Governance* » la première fois en 1932 dans le livre de Berle et Means « *The Modern Corporation and Private Property* » et dans un article de Coase « *The nature of the firm* », paru plus tard (1937), qui introduisent pour la première fois ce concept dans la sphère privée suite à la fameuse crise de 1929 qui a entraîné la défaillance des systèmes de contrôle.

Le terme de « *corporate governance* » est une notion qui peut revêtir une part d'ambiguïté nourrie par l'évolution de son sens depuis ces travaux constitutifs. La première difficulté en est la question de la traduction en français du terme anglais « *corporate governance* » majoritairement acceptée comme « gouvernement d'entreprise », alors que le terme « *governance* » prend davantage le sens d'autorité que de gouvernement qui lui se traduit en anglais par « *government* » et renvoie plutôt à la politique qu'à la gestion. En effet, pour des raisons de fond, « *la gouvernance vise [...] un dispositif impliquant à la fois des institutions, des relations, des règles et des comportements, c'est-à-dire bien plus que la seule structure que constitue le gouvernement* »⁸.

Ensuite, si le thème de la gouvernance des entreprises s'est principalement développé au sein de la littérature financière, une recherche bibliographique montrerait qu'il fait

⁸ PEREZ R., « La Gouvernance de l'entreprise », Editions La Découverte, 2003, p. 5.

aujourd'hui l'objet d'une forte attention de la part des chercheurs de différents domaines allant des sciences sociales, aux sciences politiques en passant par les législateurs et les institutions internationales. A cette grande variété de littératures correspond une forte diversité des grilles théoriques avec une frontière disciplinaire difficile à tracer (Pastré, 1994).

Pour mieux appréhender le concept de gouvernance et cerner la définition la plus appropriée à notre étude, ainsi que les éléments qui s'y attachent, nous nous sommes basée, dans un premier temps, sur les définitions qu'utilisent certaines institutions internationales dans leur opérationnalisation de la gouvernance, et dans un deuxième temps, sur des récentes revues de littérature de la gouvernance d'entreprise.

1.2.1. Définitions des institutions internationales.

Selon l'OCDE, la gouvernance « *fait référence aux relations entre la direction d'une entreprise, son conseil d'administration, ses actionnaires et d'autres parties prenantes. Elle détermine également la structure par laquelle sont définis les objectifs d'une entreprise, ainsi que les moyens de les atteindre et d'assurer une surveillance des résultats obtenus. Un gouvernement d'entreprise de qualité doit inciter le conseil d'administration à poursuivre des objectifs conformes aux intérêts de la société et de ses actionnaires et faciliter une surveillance effective des résultats obtenus* »⁹.

La Banque mondiale offre une définition plus large du concept : « *Nous définissons la gouvernance comme étant l'ensemble des traditions et institutions par lesquelles le pouvoir s'exerce dans un pays avec pour objectif le bien de tous* »¹⁰. Cette définition est intéressante en ce sens qu'elle lie l'exercice du pouvoir à la recherche du bien commun. Cette idée d'intérêt général du bien commun est, dans ce cadre, au cœur de cette définition de la gouvernance.

1.2.2. Définitions dans la littérature théorique.

Même si le terme « gouvernance » est aujourd'hui au centre des débats académiques (Chatelin, 2009), il n'en reste pas moins un concept polysémique, très marqué par la culture anglo-saxonne et exposé à des interprétations nécessairement diverses et subjectives. Le plus souvent, le concept recouvre l'organisation des relations entre les actionnaires et les dirigeants

⁹ OCDE, « principes de gouvernement d'entreprise », 2004

¹⁰ Banque Mondiale. « La gouvernance collaborative », Site de la Banque mondiale, (En ligne), <http://www.worldbank.org/wbi/governance/fra/about-f.html#approach>

des entreprises. Son contenu a évolué avec les différentes phases du capitalisme et s'est élargi récemment aux relations des dirigeants avec l'ensemble des partenaires de l'entreprise.

La première tentative de définition est celle de Berle et Means (1932), dont les travaux constituent la pierre angulaire des théories de la gouvernance. Les auteurs estimaient déjà, après la crise de 29, que la gouvernance d'entreprise correspondait à l'ensemble des institutions pratiques et règles élaborées, pour empêcher l'éviction d'investisseurs externes par des personnes internes telles que les directeurs, les entrepreneurs ou les actionnaires.

Depuis, les définitions qui se succèdent, évoquent le réveil des actionnaires pour participer à au management de l'entreprise (Sébastien, 2006), et adoptent le cadre traditionnel et restrictif de la gouvernance définie par sa fonction de sécurisation des transactions associées à l'apport de ressources financières. Dans ce sens, Shleifer et Vishny (1997), considèrent la gouvernance comme l'ensemble des mécanismes qui garantissent aux différents bailleurs de fonds un retour sur investissement, en évitant une appropriation de valeur excessive par les dirigeants et les actionnaires dominants. Cette définition rejoint celle de Gagnon et St Pierre (1995) qui ont défini la gouvernance de l'entreprise comme l'ensemble des mécanismes associés à la relation mandant-mandataire. La fonction principale attribuée à la gouvernance de l'entreprise est d'aligner les visées de ceux qui participent à cette délégation de pouvoir dans l'entreprise.

Contrairement à la perspective financière, qui domine le champ de la gouvernance des entreprises, Charreaux (1997) propose une conception plus large¹¹ selon laquelle le système de gouvernance recouvre « *l'ensemble des mécanismes organisationnels et institutionnels ayant pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, les mécanismes qui "gouvernent" leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* »¹². Cette définition, outre le fait qu'elle recouvre les définitions précédentes, présente l'avantage de privilégier le rôle des dirigeants, même si nous reconnaissons que ce rôle n'est pas exclusif, dans le processus de création de valeur.

Dans le même sens, Rajan et Zingales (2000), considèrent que la gouvernance est l'ensemble des mécanismes d'allocation et d'exercice du pouvoir ou de l'autorité hiérarchique. Ils

¹¹ Celle-ci s'inspire du modèle partenarial de la gouvernance qui prend en compte l'influence de toutes les parties prenantes sur la prise de décision du dirigeant et non uniquement l'influence des actionnaires tel que suggéré dans le modèle actionnarial.

¹² CHARREAUX G., « Le Gouvernement des entreprises, *corporate governance* : Théorie et Faits », Economica, 1997, p.421

soutiennent que la répartition du pouvoir et de la valeur créée entre les parties actives au sein de l'entreprise constitue un mécanisme de gouvernance centré sur la prévention des conflits et donc sur la convergence des fonctions d'utilité, ce qui ne cadre pas tout à fait avec la vision strictement actionnariale de la gouvernance.

À la lumière de l'étude de ces définitions, l'acception du concept de gouvernance qui nous paraît la plus aboutie et que nous retiendrons par la suite est celle proposée par Charreaux (1997). Cette définition, en plus d'être celle que retiennent la plupart des auteurs francophones, n'est pas fondamentalement différente de celle proposée par l'OCDE. D'autant plus que dans cette représentation le dirigeant a un rôle actif, il ne subit pas passivement le système de gouvernance mais entretient avec ce dernier une relation dialectique. Si le système de gouvernance influence le comportement des dirigeants, ces derniers contribuent également à le modeler et à le faire évoluer (Chatelin-Ertur et Nicolas, 2011).

2. Les théories explicatives de la gouvernance de l'entreprise.

L'étude de la gouvernance des entreprises a fait l'objet de nombreuses recherches. Le trait commun à l'ensemble de ces recherches est qu'elles s'inscrivent dans le courant fondé sur les théories contractuelles des organisations, constitué principalement à partir des théories de l'agence et des coûts de transaction. Ce fondement théorique a cependant été élargi dans les travaux les plus récents, de façon à tenter d'intégrer les apports des théories qui privilégient les relations de dépendance et de pouvoir et à prendre en compte, les relations avec l'environnement institutionnel. Les théories de l'enracinement des dirigeants, des droits de propriété et de l'intendance, peuvent être considérées comme s'inscrivant dans cette perspective. Dans ce qui suit nous présentons brièvement les principales théories précitées à part la théorie de l'enracinement qui sera amplement présentée dans le deuxième chapitre.

2.1. La théorie des droits de propriété.

Les droits de propriété sont des institutions sociales qui délimitent les privilèges des individus pour des actifs spécifiques (Libecap, 1989). Furubotn et Pejovich parlent de la distinction classique des droits de propriété entre l'*usus* (le droit d'utiliser un bien), le *fructus* (le droit d'en percevoir les fruits), et l'*abusus* (le droit de vendre le bien)¹³. L'*usus* et le

¹³ FURUBOTN E.G. et PEJOVICH S., « Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature », *Journal of Economic Literature*, Vol. 10 (N° 4), 1972, p. 1137-1162.

fructus traduisent « l'exclusivité » sur un bien, tandis que l'*abusus* concerne la « transférabilité » de ce bien.

Selon Amann (1999), l'objectif de cette théorie est de comprendre comment différents types de droits de propriété peuvent influencer différents systèmes économiques. Ses origines théoriques se trouvent dans l'analyse de Berle et Means (1932), suite à la crise financière de 1929 qui a touché les grandes entreprises américaines à actionnariat diffus. Pour les auteurs, le problème de gouvernance est né du démembrement de la fonction de propriété en une fonction de contrôle qui fait intervenir les systèmes d'incitation et de surveillance, censée être accomplie par les actionnaires, et une fonction décisionnelle supposée être l'apanage des dirigeants (Allemand, 2012). Cette distinction des responsabilités est à l'origine des conflits, sinon des divergences d'opinion, entre les différentes catégories d'intervenants, conflits qui eux-mêmes engendrent des coûts (Lanoue et Taïeb, 2010).

Selon cette théorie, à la base des approches du courant dominant de la gouvernance, le comportement du dirigeant va découler de la façon dont les droits de propriété sont alloués, et l'efficacité d'une entreprise serait tributaire du type de propriété qui la caractérise¹⁴. Dès lors, un ordre décroissant de l'efficacité des types de propriétés peut être dressé comme suit :

- ***La propriété privée***, retenue comme catégorie de référence, elle reconnaît au propriétaire le droit d'exclure les personnes qui l'empêcheraient d'exercer son droit. Dans ce cas les droits de propriété remplissent pleinement leur fonction, ce qui leur confère une efficacité maximale ;
- ***La propriété privée atténuée***, par des restrictions plus ou moins prononcées (le contrôle des prix, quotas de production, Etc.). Ces restrictions impactent l'efficacité de l'entreprise;
- ***La propriété publique atténuée***, consiste en l'existence d'un droit d'usage sur un actif appartenant à l'État, avec une exclusivité atténuée. En effet, si le droit d'appropriation des revenus est présent, celui d'en changer la destination ou de le vendre est inexistant. Il y a donc un transfert de droits qui a priori appartiennent à l'État ;
- ***La propriété publique non atténuée*** : Il s'agit du schéma ayant prévalu dans l'URSS et les pays de l'Est pendant les années 1970. Seul existe l'*usus* d'un actif appartenant à l'État, mais le *fructus* et l'*abusus* sont totalement absents ;

¹⁴ DEMSETZ H., « Toward a General Theory of Property Rights », *American Economic Review*, Vol. 57 (N° 2), 1967, p. 347-359.

- **La propriété communale** : Le droit de propriété est exercé par tous les membres de la communauté. La communauté empêche l'État ou tout individu d'interférer avec ces droits communs. Le seul droit est celui d'usage et il est partagé entre tous les membres de la communauté.

Ainsi, l'objectif premier de cette théorie serait de montrer la supériorité des systèmes de propriété privée sur les formes de propriété collective. C'est dans ce sens que l'on peut attribuer une dimension idéologique à cette théorie. D'ailleurs, il existe de nombreux cas dans lesquels l'investissement public réalisé par des entreprises publiques est plus efficace que s'il l'avait été fait par des entreprises privées notamment lorsque le niveau d'investissement nécessaire est élevé ou risqué, que les rendements attendus sont à très long terme ou que les investissements concernent des entreprises de réseau pour lesquels une situation de monopole ne peut être contournée que par la création de marchés (par exemple, un réseau ferroviaire et dans une certaine mesure l'énergie).

2.2. La théorie de l'agence.

La théorie de l'agence apparaît avec les travaux de Jensen et Meckling (1976). Les auteurs partent du constat qu'il existe dans toutes les firmes managériales une divergence potentielle d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants, liés par une relation dite « d'agence » par laquelle la première partie a recours au service de l'autre partie en vue d'accomplir en son nom une tâche quelconque. Au sein de cette relation, le principal (l'actionnaire) confie l'*usus* de son droit de propriété à l'agent (le dirigeant), ce dernier étant chargé d'agir dans l'intérêt du principal. Ross rajoute qu'« *On dira qu'une relation d'agence est créée entre deux parties lorsque l'une d'elles, désignée comme agent, agit soit de la part, soit comme représentant de l'autre, désignée comme principal, dans un domaine décisionnel particulier.* »¹⁵.

Au sens de cette théorie, et en raison des divergences d'intérêt entre les deux parties, les relations de coopération s'accompagnent nécessairement de conflits générateurs de coûts préjudiciables à l'efficacité organisationnelle¹⁶. En effet, le comportement des cocontractants est susceptible de présenter deux écueils :

¹⁵ ROSS S.A., « *The economic theory of agency: the principal's problem* », *American Economic Review*, Vol. 63 (N° 2), 1973, p. 134.

¹⁶ Il s'agit des coûts d'agence qui correspondent aux coûts de surveillance, de dédouanement et les pertes résiduelles (Jensen et Meckling, 1976).

- Le premier correspondant au problème d'**aléa moral** faisant que le comportement d'un cocontractant peut être différent de ce qu'il s'était engagé à faire ;
- Le deuxième correspond au problème d'**anti-sélection** selon lequel l'un des cocontractants a dissimulé, avant de s'engager dans le contrat, certaines informations à l'autre partie. Ce qui sous-entend que les contrats peuvent être incomplets.

Dès lors, toute forme organisationnelle peut s'expliquer par sa capacité à réduire les coûts de coopération et les pertes résiduelles. Et ce sont, au final, les formes observées sur le long terme que l'environnement a sélectionnées, celles-ci ayant réussi à présenter des solutions pour faire converger les intérêts individuels vers l'optimum collectif.

La théorie a ensuite évolué dans sa représentation de l'entreprise. Partant d'une modélisation autour d'une simple relation entre un principal et un agent, à une reconsidération de l'entreprise en « nœud de contrats »¹⁷. L'enjeu est alors, pour chaque participant au nœud de contrat, de pouvoir aligner le comportement de l'agent sur ses propres intérêts. C'est l'objet des mécanismes de gouvernance, qui fournissent des incitations positives et contraintes au dirigeant. Dans cette conception, la théorie de l'agence explique le développement des systèmes d'incitation des dirigeants de type stock-options et le développement des systèmes de surveillance comme l'audit ou l'accent mis sur l'indépendance du conseil d'administration.

2.3. La théorie des coûts de transaction.

Si l'on doit à Coase¹⁸ le concept de coût de transaction, c'est cependant Williamson qui est considéré comme le fondateur de la théorie des coûts de transaction. L'analyse en termes de coûts de transaction trouve ses origines dans les travaux de Coase. Si comme le soutien l'analyse économique classique, le recours au marché est toujours ce qu'il y a de plus efficace, dans l'esprit de Coase, le recours au marché n'est pas gratuit sinon comment expliquer l'existence des firmes qui s'organisent en interne pour ne pas avoir recours au marché ? Sa réponse est qu'il existe un coût lié au marché et qu'il s'agit là d'un mode de coordination comme un autre. L'auteur oppose ainsi le marché et l'entreprise comme modalités de coordination des activités économiques et démontre l'existence d'une taille optimale de la firme : celle correspondant au point d'équilibre entre le coût interne de la transaction marginale et le coût externe du recours au marché.

¹⁷ JENSEN M.C., « *Organization Theory and Methodology* », *Accounting Review*, Vol. 58 (N° 2), 1983, p. 319-339.

¹⁸ COASE R.H., « *The Nature of the Firm* », *Economica*, Vol. 4, 1937, p. 386-405.

Le point central de la théorie des coûts de transaction repose donc sur l'idée que les marchés et les organisations sont des modes de coordination des échanges. C'est la comparaison entre les coûts de transaction sur le marché et ceux nécessités par la hiérarchie qui permet de déterminer quelle est la forme de gouvernance la plus efficace. En fait, si la coordination marchande génère des coûts de transaction, la gestion internalisée des transactions entraîne des coûts de coordination, en particulier parce que les rendements des activités managériales sont décroissants. Ainsi, tant que les coûts de coordination interne sont inférieurs aux coûts de transaction, la coordination se passe à l'intérieur de l'entreprise, à partir du moment où ils deviennent supérieurs, la coordination marchande est préférable.

Williamson¹⁹ propose par la suite une modélisation des observations de Coase. Il encadre l'idée de coûts de transaction de deux considérations : l'une sur le comportement économique des agents, l'autre sur l'environnement de la transaction. Concernant tout d'abord le comportement économique des agents, il postule deux éléments : d'une part, le fait que les agents ont une rationalité limitée et qu'ils s'arrêtent une fois qu'une solution leur paraît satisfaisante contrairement à ce que soutient la doctrine économique traditionnelle, d'autre part, le fait que les agents adoptent des comportements opportunistes. Concernant ensuite l'environnement de la transaction, il postule également deux éléments ; le premier est le fait que l'environnement est une donnée complexe et incertaine, ce qui conduit les agents à se mouvoir dans un contexte où ils doivent prendre des risques et où ils ne peuvent pas tout savoir, le second élément, concerne la prise en compte des caractéristiques de la transaction est importante, caractéristiques qui renvoient à la fréquence et à la spécificité des actifs de ces transactions. Un actif spécifique est un bien ou un service qui est difficilement redéployable pour un autre emploi.

De ces divers postulats, on peut tirer deux enseignements. Comme les agents ont une rationalité limitée et des comportements opportunistes, il est impossible d'établir des contrats précis et complets. Toute transaction comporte donc un risque irréductible. A partir de là, lorsque les actifs sont très spécifiques, l'incertitude et la fréquence des transactions entraînent une hausse des coûts, ce qui finit par rendre souhaitable le recours à l'organisation. Ainsi, plus l'incertitude est forte et plus l'internalisation apparaît comme un moyen d'économiser les coûts de transaction lié au recours au marché.

¹⁹ WILLIAMSON O.E., « *Market and Hierarchies : Analysis and Antitrust Implications* », The Free Press, 1975

2.4. La théorie de l'intendance.

La théorie de l'intendance a été introduite afin de reconsidérer la thèse de l'opportunisme managérial que sous-tend la majeure partie de la théorie de gouvernance²⁰. Elle prend sa source dans la psychologie et la sociologie et « *définit des situations dans lesquelles les managers ne poursuivent pas seulement leur intérêt propre, mais se comportent plutôt en intendants dont les objectifs coïncident avec ceux de leurs mandants.* »²¹. En effet, les dirigeants y sont considérés comme devant être de bons intendants de l'entreprise, faisant office d'experts et de conseillers, et jouant un rôle actif dans la formation de la stratégie et des phases de son implémentation.

Cette théorie suppose que les intérêts des actionnaires et des dirigeants sont compatibles, réduisant à néant le problème d'agence puisque l'intendant agit par nature dans le sens des actionnaires. La gouvernance devient donc un jeu coopératif puisqu'il y a alignement des préférences des uns et des autres et la logique du contrôle cède la place à une logique d'accompagnement. A cet effet, Bréchet, Monin et Saives (2008) recommandent d'élargir le cadre d'analyse de l'agence, trop focalisé sur le seul intérêt des actionnaires, et ce, afin de mieux orienter la stratégie de l'entreprise. Celle-ci est alors censée servir non pas les intérêts exclusifs des actionnaires, mais également ceux de la société toute entière.

Du côté des éléments en commun avec la théorie de l'agence, la théorie de l'intendance partage avec celle-ci l'analyse centrée sur les comportements d'acteurs précis, que sont les actionnaires et les dirigeants (Trebucq, 2003). Par contre, la différence principale entre les deux théories réside dans la conception philosophique de l'Homme, égoïste pour la théorie de l'agence, et humaniste pour la théorie de l'intendance.

Le tableau ci-dessous résume les principales différences entre les théories précédemment présentées :

²⁰ Plusieurs chercheurs en comportement des organisations (Donaldson et Davis, 1989 ; Donaldson, 1990) ont élaboré, à partir de 1989, la théorie dite de l'intendance (« *stewardship theory* ») qui traite de la question des motivations du dirigeant.

²¹ DAVIS J., SCHOORMAN D.F. et DONALDSON L., « *Toward a stewardship theory of management* », *Academy of Management Review*, Vol. 22 (N° 1), 1997, p. 21

Tableau 1: Synthèse comparative entre les théories de gouvernance de l'entreprise.

	Théorie des droits de propriété	Théorie de l'agence	Théorie des coûts de transaction	Théorie de l'intendance
Unité d'analyse	Individu	Individu	Transaction	Individu
Dimension analysée	Droit de propriété	Relation d'agence	Spécificité des actifs	La confiance et le collectiviste
Coûts concernés	Coûts d'efficience	Perte résiduelle	Coûts d'inadaptation	Coûts d'opportunité et d'innovation
Analyse contractuelle principale	<i>Ex ante</i> - Alignement	<i>Ex ante</i> - Alignement	<i>Ex post</i> - Gouvernance	Implication de l'intendant

Source : Adapté de la littérature.

II. Approches conceptuelles de la gouvernance d'entreprise.

La littérature sur la gouvernance d'entreprise identifie de façon traditionnelle deux approches conceptuelles dites : approche « disciplinaire » et approche « cognitive ».

La première est l'approche théorique classique de la gouvernance d'entreprise. Elle trouve son origine dans la vision contractualiste de l'entreprise construite par les théories des droits de propriété, des coûts de transaction et de l'agence. Elle est issue des débats suscités par l'analyse de Bearle et Means (1932) qui s'interroge sur les problèmes soulevés par la séparation des fonctions de propriété et de contrôle dans les grandes firmes américaines²². Cette conception met en avant le rôle des mécanismes de gouvernance censés assurer aux actionnaires un retour sur leur investissement financier. Cette optique clairement actionnariale se concentre alors sur l'ensemble des mécanismes qui permettront de réduire les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. La gouvernance permet ainsi d'augmenter la valeur d'une entreprise grâce à la réduction des coûts d'agence résultant d'un comportement intéressé de la part des dirigeants. L'enjeu des mécanismes de gouvernance est alors essentiellement disciplinaire.

Cette approche dominante de la gouvernance des entreprises se structure autour de deux grandes théories, à savoir les théories actionnariale et partenariale de la gouvernance. Ces théories, bien que différentes, abordent la question délicate de la création et la répartition de valeur à travers les relations entre les dirigeants et un ou plusieurs autres acteurs de l'environnement, qu'il s'agisse des actionnaires (dans l'approche actionnariale) ou des parties prenantes (dans l'approche partenariale).

²² AGUILERA R. et CUERO-CAZURRA A., « *Codes of good Governance world-wide: What is the trigger?* », *Organisation studies*, Vol. 25 (N° 3), 2004, p. 420.

Parallèlement à ces deux théories, a émergé plus récemment une troisième théorie, appelée approche cognitive de la gouvernance. Des travaux récents révèlent, dans ce sens, que l'approche traditionnelle s'inscrit dans une perspective relativement étroite de la création de valeur, car purement disciplinaire (Wirtz, 2006 et 2011 ; Donada et *al.*, 2008 ; Buress et Cook, 2011). Les recherches en stratégie mettent en avant le rôle central des connaissances, capacités et compétences de chacune des parties prenantes. En effet, la capacité d'une entreprise à créer durablement de la valeur n'est pas réductible à la seule question de discipline des dirigeants potentiellement opportunistes. Au contraire, les capacités organisationnelles, connaissances et compétences spécifiques du dirigeant et de ses équipes apparaissent comme autant de vecteurs potentiels d'un avantage compétitif durable et, donc, de la création de valeur.

Dans les développements suivants, nous allons nous intéresser dans le détail aux différentes approches tout en insistant sur les particularités de chacune d'elles.

1. L'approche disciplinaire de la gouvernance.

Dans le courant disciplinaire de la gouvernance, la création de valeur trouve sa seule origine dans la résolution des conflits d'intérêts issus des asymétries d'information et de la discipline des dirigeants. La gouvernance d'entreprise est ainsi considérée comme la mise en place de mécanismes de contrainte et/ou d'incitation, permettant de faire concorder les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires (Chatelin et Dubost, 2012 ; Caby et *al.*, 2013).

Cette conception, assimilant l'entreprise à un nœud de contrats, se décline en deux modèles : actionnarial "*shareholder*" et partenarial "*stakeholder*". Ceux-ci s'opposant, principalement, sur la prise en compte des parties prenantes et la répartition de la valeur créée.

1.1. L'approche actionnariale de la gouvernance.

Issue de la branche normative de la théorie de l'agence fondée sur l'hypothèse selon laquelle les actionnaires sont les seuls principaux et les dirigeants sont les agents. Comme le précise Williamson (1984), les intérêts des parties prenantes autres que les actionnaires, sont suffisamment protégés par leurs contrats, les caractéristiques particulières de la transaction que constitue l'apport de capital, font que les actionnaires sont particulièrement exposés au risque d'opportunisme managérial et assument l'essentiel du risque résiduel. En conséquence, le système de gouvernance se serait construit en confiant le contrôle aux actionnaires de façon

à sauvegarder leurs intérêts et à réduire les coûts de cette transaction particulière. Un second argument vient de Hansmann (1996), selon qui confier le contrôle aux seuls actionnaires générerait des économies de coûts de transaction susceptibles de compenser le coût élevé de contrôle des dirigeants. Ainsi, la valeur actionnariale s'imposerait car l'homogénéité présumée des intérêts des actionnaires permettrait une décision collective peu coûteuse.

Cette conception dominante de la gouvernance, inspirée directement du débat initié par Berle et Means (1932) concernant la firme managériale anglo-saxonne, réduit celle-ci à un nœud de contrats incluant les dirigeants et les investisseurs financiers confrontés aux conflits d'intérêts. L'analyse des dispositifs de gouvernance réside ainsi dans leur capacité à réduire les pertes de richesse pour les actionnaires. Dans cette perspective, Jensen et Meckling (1976) et Fama (1980) signalent que la réduction des coûts d'agence, passe par des mécanismes internes institutionnalisés par les parties prenantes ou par le législateur tels que le droit de vote, le CA, les systèmes de rémunération et les audits externes, et de mécanismes externes ou spontanés résultant du fonctionnement des marchés des dirigeants ou celui des prises de contrôle (OPA). D'autres mécanismes tels que les garanties contractuelles, les procédures de règlement judiciaire, le marché de l'information financière, voire un mécanisme informel comme la réputation, trouvent leur justification dans la résolution des conflits d'intérêts existant entre l'entreprise et les créanciers financiers.

Ces différents mécanismes, interdépendants, n'ont pas forcément un rôle équivalent et leur importance est tributaire de la forme organisationnelle. Ainsi, pour les firmes managériales, Fama considère que le mécanisme dominant est le marché des dirigeants, étant donné que la maximisation de la valeur actionnariale est le principal objectif suivi par les dirigeants soucieux d'accroître leur réputation et leur valeur sur ce marché. Ce premier mécanisme externe, imparfait, est complété par des mécanismes internes tels que la hiérarchie, la surveillance mutuelle entre membres de l'équipe dirigeante et, surtout, le conseil d'administration.

Focaliser initialement sur le contrôle des dirigeants, l'évolution du modèle fut par la suite de se préoccuper davantage du conflit intra actionnaires né de la spoliation des petits porteurs par les actionnaires dominants, détenteurs de blocs de contrôle²³.

²³ Cette évolution amène La Porta et al. (2000, p.4) à reconsidérer la gouvernance des entreprise comme un ensemble de mécanismes par lesquels les investisseurs externes protègent leurs intérêts contre l'expropriation par les dirigeants et les actionnaires dominants.

1.2. L'approche partenariale de la gouvernance.

L'origine de la conception partenariale se trouve également dans la représentation de la firme comme combinaison de facteurs de productions dont les synergies se trouvent être à l'origine de la rente organisationnelle. La différence par rapport au modèle actionnariale se situe au niveau de la répartition de la rente en question, par la remise en cause du statut de créanciers résiduels exclusivement attribué aux actionnaires. L'abandon de cette hypothèse signifie que les apporteurs de facteurs de production, autres que les actionnaires, ne seraient incités à contribuer à la création de valeur que s'ils en perçoivent une partie, accédant ainsi au statut de créancier résiduel. Dit autrement, Charreaux (2004) définit le système de gouvernance comme étant la manière dont la répartition de la valeur sera opérée pour être suffisamment incitative pour maximiser la performance.

Cependant, les imperfections de l'environnement informationnel, font que la plupart des contingences sont difficiles, voire impossibles, à anticiper et à décrire et par conséquent, les contrats complets sont jugés pratiquement infaisables (Shleifer et Vishny, 1997). Face à cette incomplétude contractuelle, la théorie des contrats incomplets définit la propriété par référence à l'appropriation des gains résiduels et aux droits de décision résiduels. L'étendu du statut de propriétaire se trouve ainsi élargie à l'ensemble des parties au nœud de contrats. Cette nouvelle vision apporte à la gouvernance un nouvel objectif, celui de parvenir ex ante à motiver le « capital humain » à se spécialiser plutôt qu'à adopter des comportements opportunistes. Pour cela l'entreprise doit trouver les moyens de s'engager à rémunérer convenablement les parties du nœud de contrats, autres que les actionnaires, dont la motivation reposerait sur la rémunération.

Dans leurs travaux consacrés à l'étude du rôle des dirigeants dans la production de la rente organisationnelle, Castanias et Helfat (1991) suppose que ces derniers sont d'autant plus incités à produire la rente qu'il leur est possible de se l'approprier. Même si elle ne fait pas directement référence à la notion de propriété élargie, cette conclusion soulève implicitement le problème du partage avec les actionnaires, lequel peut s'expliquer par les contributions respectives des actionnaires et dirigeants et la rareté des compétences offertes. Le pouvoir actionnariale affaibli par leur propriété passive, ainsi que le caractère concurrentiel du marché financier, font que le coût de maintien des actionnaires dans le nœud de contrat, supposé égal au taux d'équilibre du marché, est relativement soutenable. Ce qui inciterait davantage les

dirigeants à partager la rente avec eux d'autant plus que cela leur évitera l'éviction par les actionnaires.

Cette situation de convergence des intérêts modifie catégoriquement la vision du système de gouvernance à consonance actionnariale ou financière, et conduit à interpréter différemment certains mécanismes. Ainsi, les stratégies d'enracinement des dirigeants ne seraient plus nécessairement destructrices de valeur (Charreaux, 1996 ; Khanchel, 2009). Bien au contraire, l'enracinement par la sécurisation de la rentabilité de l'investissement en capital humain spécifique à l'entreprise, inciterait le dirigeant à s'investir davantage, impliquant ainsi une plus forte rente organisationnelle. Cette même argumentation peut être transposée à la latitude managériale, puisqu'une trop forte discipline, en limitant la marge de manœuvre du dirigeant, peut induire une baisse des efforts et des initiatives de celui-ci et causer une baisse de l'efficacité (Burkart et *al.*, 1997 ; Crossland et Hambrick, 2007)

Par ailleurs, Rajan et Zingales (1998) soulignent que la question de l'origine de la rente organisationnelle ne peut être attribuée aux seuls actionnaires et managers, et devrait prendre en considération les compétences spécifiques des salariés. Toutefois, les spécificités de cette catégorie la rendent particulièrement vulnérable aux tentatives d'expropriation. L'intérêt du système de gouvernance résiderait donc dans sa capacité à protéger cette catégorie dans une nouvelle configuration de l'entreprise. La rente organisationnelle dépendrait ainsi du processus d'accumulation d'investissements spécifiques autour des ressources critiques détenues par les dirigeants. La pérennité est assurée si la croissance de la rente est suffisante pour inciter les différents partenaires à développer leurs investissements spécifiques.

2. L'approche cognitive de la gouvernance.

Dans les conceptions précédentes, la maximisation de la rente organisationnelle est postulée sans que soit exploré le lien avec les compétences qui sont à la base de sa création. La dimension principale reste l'organisation d'une répartition de la rente suffisamment incitative pour maximiser la valeur et limiter le gaspillage des ressources causé par les conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes. Le processus même de création de valeur se trouve ainsi ignoré. Pourtant, dans le contexte actuel, où la création de valeur est étroitement associée à des dynamiques industrielles et technologiques complexes, ces approches

traditionnelles de la gouvernance semblent trop normatives et statiques. D'où l'intérêt porté aujourd'hui au modèle « cognitif » de la gouvernance²⁴.

Dans ce nouveau courant, l'entreprise est conçue comme une entité productive plutôt qu'un nœud de contrats. La création de valeur dépend de la recherche et de la valorisation des opportunités ainsi que du développement d'un savoir-faire managérial et organisationnel spécifique (Wirtz, 2006 et 2011). En effet, les théories cognitives²⁵, perçoivent l'organisation comme un répertoire de connaissances, issues de l'apprentissage organisationnel, capables de saisir les nouvelles opportunités créatrices de valeur de façon durable. La performance réside davantage dans l'aptitude du management à imaginer et percevoir de nouvelles opportunités que dans sa capacité à restructurer les processus en place ou à reconfigurer le portefeuille d'activités en réponse aux évolutions de l'environnement (Donada et al., 2008 ; Burrell et Cook, 2011).

L'approche cognitive conduit ainsi à reconsidérer le rôle de la gouvernance qui doit permettre à l'entreprise d'avoir le potentiel de création de valeur par l'apprentissage et l'innovation. En effet, contrairement à l'approche disciplinaire de l'agence où les conflits prennent leur racine dans les intérêts objectivement divergents des parties prenantes, dans l'approche cognitive, l'incompatibilité des structures mentales peut conduire à des conflits d'ordre cognitif. Ces conflits proviennent d'une incompréhension mutuelle due à des représentations subjectives et divergentes de l'ensemble des opportunités ouvertes à l'entreprise. Cette asymétrie de connaissances est alors susceptible de faire surgir des conflits d'une toute autre nature que les conflits d'agence managériaux.

Dès lors, Wirtz (2006) estiment que des coûts cognitifs sont susceptibles d'apparaître entre un dirigeant et ses actionnaires ou, au-delà, ses parties prenantes. Ces coûts comprennent les pertes de valeur liées aux dysfonctionnements dus à l'incompréhension, ainsi que l'ensemble des coûts devant être engagés pour surmonter les différences dans l'appréciation des opportunités (temps et moyens consacrés à la discussion, à l'explication, etc.). Dans cette perspective, l'objectif de la gouvernance est la réduction de ses coûts cognitifs interindividuels qui sont considérés comme à l'origine de l'inefficacité cognitive et par conséquent de perte de valeur.

²⁴ RICART J.E., « Comments on RAJAN & ZINGALES "The Governance of the new entreprise" », in X. Vives (Ed.), *Corporate Governance: Theoretical and empirical perspectives*, Cambridge University Press, 2000, p. 229-232.

²⁵ Elles regroupent notamment la théorie comportementale, la théorie évolutionniste ainsi que les théories des ressources et des compétences.

Le tableau suivant récapitule les différentes conceptions que nous venons de présenter.

Tableau 2 : Synthèse comparative entre les approches conceptuelles de la gouvernance de l'entreprise.

Théories de la gouvernance	Disciplinaires		Cognitive
	Actionnariale	Partenariale	
Théories support	Théories positive et normative de l'agence	Principalement théories positive et normative de l'agence, étendues à plusieurs parties prenantes.	Théories comportementale, théories évolutionniste, théories des ressources et des compétences.
Aspects privilégiés dans la création de valeur	-Discipline et répartition ; -Réduire les pertes d'efficacité liées aux conflits d'intérêts entre dirigeants et investisseurs financiers -Seuls les actionnaires sont créanciers résiduels.	-Discipline et répartition ; -Réduire les pertes d'efficacité liées aux conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes, notamment avec les salariés. -Plusieurs catégories de créanciers résiduels.	-Aspect productifs-cognitifs. -Créer et percevoir de nouvelles opportunités.
Type d'efficacité	-Efficacité statique contrainte -Vision actionnariale de l'efficacité et de la propriété.	-Efficacité statique contrainte -Vision partenariale de l'efficacité et de la propriété.	-Efficacité dynamique contrainte -Dimension productive cognitive
Critère d'efficacité	Valeur actionnariale	Valeur partenariale	Capacité à créer une rente organisationnelle de façon durable par l'innovation notamment.
Définition du système de gouvernance	Ensemble de mécanismes permettant de sécuriser l'investissement financier	Ensemble de mécanismes permettant de pérenniser le nœud de contrats et d'optimiser la latitude managériale	Ensemble de mécanismes permettant d'avoir le meilleur potentiel de création de valeur par l'apprentissage et l'innovation

Source : Adapté de CHARREAUX (2004)²⁶.

²⁶ CHARREAUX G., « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », Cahier du FARGO, N° 1040101, 2004, p. 18.

Mécanismes et pratiques de la gouvernance d'entreprise.

Les théories et approches présentées dans la section précédente donnent des conceptions bien différentes de ce que devrait être une bonne gouvernance. Celle-ci pour être analysée est souvent décrite au travers de la variété de mécanismes qui la constitue, et du caractère hétérogène que présente le cadre réglementaire et juridique de chaque pays.

Cette section est alors l'occasion d'appréhender les principaux mécanismes et modèles de la GE. Pour ce faire, nous commençons la section par la présentation des principaux mécanismes selon les classifications communément rencontrées dans la littérature. Il s'agit, à ce titre, de la classification traditionnelle, issue de la réflexion sur la théorie de l'agence, qui opère une distinction entre les dispositifs internes et ceux externes par rapport aux frontières de l'entreprise, ainsi que la classification fondée sur les critères de la spécificité et de l'intentionnalité.

Nous enchaînons, ensuite, par la présentation des principaux modèles nationaux de gouvernance. Nous y ferons allusion aux modèles traditionnels, notamment les modèles anglo-saxons et germano-nippon, et aux modèles hybrides comprenant entre autres le modèle de gouvernance marocain.

I. Les mécanismes de la gouvernance d'entreprise.

La gouvernance d'entreprise regroupe une pluralité de mécanismes organisationnels visant à prévenir les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les autres parties prenantes de l'entreprise, dont les actionnaires. Analyser et comprendre les systèmes de gouvernance reposeraient ainsi sur une bonne appréhension des mécanismes qui les composent, ce qui suppose qu'il est nécessaire de disposer d'une typologie permettant de les différencier.

A ce titre, plusieurs typologies ont été proposées dans la littérature, dont la simple distinction entre internes et externes, fréquemment utilisée dans l'approche financière et actionnariale. Depret et Finet (2005) affirment que ces mécanismes sont internes lorsqu'ils émanent directement de l'entreprise, et de nature externe lorsque le contrôle s'exerce par un groupe de personnes ou d'institutions extérieures à l'entreprise.

Toutefois, si cette typologie a eu l'avantage de constituer un premier support de réflexion sur les différences entre les mécanismes, Charreaux (1997 et 2009) a proposé une grille d'analyse permettant de mieux comprendre et appréhender ce que représente un mécanisme de gouvernance et fait ressortir le caractère contingent des mécanismes. Celle-ci est basée sur deux axes distinctifs : l'intentionnalité ou la spontanéité d'un mécanisme d'une part, sa spécificité ou sa non-spécificité d'autre part.

1. Typologie des mécanismes fondée sur l'internalité ou l'externalité:

La typologie habituellement retenue distingue les mécanismes internes et externes à l'entreprise²⁷. Le contenu de ces catégories varie selon les auteurs et s'est progressivement élargi avec l'avancement de la recherche. A titre d'exemple, Yoshimori (1995) estime que les mécanismes internes sont exercés par les "*stakeholders* immédiats" et leurs organes représentatifs et comprennent l'assemblée générale des actionnaires, le conseil d'administration, les employés et le syndicat, la banque principale et les partenaires commerciaux (fournisseurs, distributeurs, sous-traitants). Le contrôle externe est effectué par les marchés financiers (via le contrôle du capital), les mass médias, les associations de consommateurs, le marché des produits, les agences gouvernementales, les communautés locales, Etc.

1.1. Les mécanismes de gouvernance externes.

Les mécanismes externes de contrôle sont assurés essentiellement par l'environnement légal, politique, réglementaire et les marchés externes. Ceux-ci comprennent essentiellement le marché des biens et services, le marché financier, le marché du travail (notamment celui des hauts dirigeants).

1.1.1. L'environnement légal et réglementaire.

Le cadre légal peut constituer un moyen de contrôle, en imposant aux managers des contraintes les obligeant à procéder à plus de prudence au niveau des dépenses liées aux avantages en nature. Toutefois, l'efficacité de ce mécanisme paraît limitée. En effet, les dirigeants trouvent souvent les moyens de contourner certaines réglementations. En plus,

²⁷ PESQUEUX Y., « Gouvernance et privatisation », p. 176, en reprenant les conclusions de Mandzill (2006).

selon Prowse²⁸, ce système entraîne des coûts économiques et politiques qui peuvent évoluer dans le temps à cause des changements de comportement des personnes intéressées, des innovations financières et d'autres développements du marché.

1.1.2. Le marché des biens et services.

Le marché des biens et services est considéré comme un mécanisme spontané de discipline des dirigeants. Il est supposé jouer un rôle disciplinaire dans le système de gouvernance, à travers la compétition qu'il engendre entre les entreprises. Cette compétition que se livrent les entreprises entre elles pour offrir aux consommateurs les produits qu'ils attendent avec le meilleur rapport qualité-prix possible peut constituer un frein à la liberté d'action des dirigeants. Ainsi, un dirigeant qui opterait pour une stratégie visant à satisfaire sa propre fonction d'utilité au détriment des intérêts de l'entreprise risquerait, de rendre celle-ci moins compétitive. C'est donc le risque de la dégradation de la compétitivité qui doit limiter l'opportunisme du dirigeant puisque les firmes mal gérées sont condamnées à disparaître. Ainsi, plus la pression concurrentielle sera forte, plus ce mécanisme sera prégnant. Jensen soutient que les marchés des biens et services, quoique lents à mettre en œuvre, sont fatals une fois qu'ils se mettent à agir²⁹.

1.1.3. Le marché des dirigeants.

De manière générale, le marché du travail des dirigeants est lié au processus d'affectation des managers à des emplois proposés par les entreprises, c'est-à-dire à un poste de travail et à une rémunération. C'est sur ce marché que s'opère la régulation de l'offre et de la demande faisant du salaire un prix et du travail la marchandise (Jalladeau, 1998).

Outre la fonction fondamentale d'évaluation des dirigeants, cinq voies d'intervention ont été identifiées dans la littérature : trois disciplinaires, notamment, la sanction des dirigeants inefficaces, la récompense des dirigeants compétents et la réduction des coûts disciplinaires³⁰, et deux cognitives, à savoir : la contribution à la vision stratégique de la firme ainsi que l'apport et le développement des compétences.

²⁸ PROWSE S., « *Corporate Governance : Comparaison Internationale* », Revue d'Economie Financière, 1994, p.144.

²⁹ JENSEN M.C., « *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of the Internal control Systems* », *Journal of Finance*, Vol. 48 (N° 3), 1993, p. 831-880.

³⁰ En effet, deux leviers disciplinaires du marché managérial ont été beaucoup analysés dans la littérature: la rémunération et l'éviction du dirigeant.

Il convient malgré tout de noter que si la pression exercée par ce marché vise à inciter les dirigeants à être performants, rien ne garantit que l'information disponible au sujet des compétences managériales d'un dirigeant soit conforme à la réalité. Ainsi, l'efficience du marché n'est garantie que si toute l'information passée et présente est parfaitement utilisée pour évaluer le capital humain des dirigeants, et si l'allocation résultant de cette appréciation engendre l'orientation des meilleurs dirigeants vers les entreprises les plus performantes.

1.1.4. Le marché des prises de contrôle.

Pour Jensen (1988), le marché des prises de contrôle est un composant essentiel du marché du travail des dirigeants. Il avance à ce titre que « *les autres équipes dirigeantes qui identifient une opportunité pour réorganiser ou redéployer les actifs d'une organisation et ainsi créer de la valeur peuvent postuler pour obtenir les droits de contrôle via le marché des prises de contrôle* »³¹. Il faciliterait et animerait la compétition entre les équipes dirigeantes pour obtenir le droit de gérer les ressources de l'entreprise (Jensen et Ruback, 1983), et de ce fait jouerait un rôle important dans la récompense des dirigeants performants, en complémentarité de celui assuré par le marché managérial.

De même, le marché des prises de contrôle revêt également un levier disciplinaire qui peut se substituer au conseil d'administration dans son rôle de sanction, en évinçant un dirigeant inefficace que les administrateurs n'ont pas démis de ses fonctions malgré des signaux internes de sous performance³², sinon jouer un rôle complémentaire, en incitant les administrateurs à révoquer le dirigeant, pour ne pas être considérés comme laxistes par l'acquéreur potentiel (Hirshleifer et Thakor, 1998).

La sanction est plus généralement décidée lorsque le dirigeant a obtenu de mauvaises performances. Pour Pérez (2003), le marché des prises de contrôle jouerait un rôle de complémentarité avec celui de sanction du marché des dirigeants. Dans la plupart des cas, la prise de contrôle d'une société engendre le remplacement des dirigeants non performants (Martin et McConnell, 2012).

³¹ JENSEN, M.C., « *Takeovers: their causes and consequences* », *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, 1988, p. 26.

³² D'après Alchian et Demsetz (1972), la probabilité d'une prise de contrôle augmente chez les entreprises insuffisamment rentables ou en pertes.

1.1.5. Le marché financier.

D'après Nazik (2007) et Caby et al. (2013), le libre fonctionnement des marchés financiers constitue le contrôle le plus démocratique et le plus efficace des entreprises. En effet, les actionnaires peuvent sanctionner les dirigeants opportunistes où à qui on impute une mauvaise gestion de l'entreprise, en vendant leurs titres de propriété pour exprimer leur mécontentement. Faisant baisser, par conséquent, la valeur de l'entreprise, et l'exposant par conséquent à des OPA hostiles. En cas de prise de contrôle, les nouveaux propriétaires révoqueront l'équipe dirigeante non performante.

1.2. Les mécanismes de gouvernance internes.

Si on se réfère au critère de l'autonomie fonctionnelle de l'entreprise, l'internalité d'un mécanisme se définit par rapport au pouvoir hiérarchique du dirigeant qui fixe les frontières de l'entreprise. Les mécanismes disciplinaires internes comprennent principalement la structure de propriété, le conseil d'administration et les systèmes de rémunération des dirigeants qui constituent les mécanismes internes qui ont su, via les décisions stratégiques des entreprises, montrer leur influence. En effet, la littérature existante en la matière, surtout anglo-saxonne, confirme en partie le rôle joué par ces mécanismes dans l'orientation du comportement des dirigeants.

1.2.1. La structure de propriété.

La structure de propriété constitue une composante fondamentale du système de gouvernement d'entreprise. Dans la littérature deux éléments sont généralement traités comme caractéristiques principales de la structure de la propriété. Il s'agit de la concentration de la propriété et de l'identité des principaux actionnaires.

En effet, plus la structure de propriété est dispersée, plus les coûts d'agence sont élevés (Jensen et Meckling, 1976). A contrario, l'existence d'un actionnaire dominant serait source de réduction de ces coûts. Ducassy et Guyot (2017) affirment, en ce sens, que la surveillance et le contrôle exercés par un actionnaire dominant sont créateurs de valeur dans l'entreprise. Il est, en effet, le plus incité à s'informer sur le comportement du dirigeant et à le surveiller. Il dispose, pour ce faire, de droits de vote suffisants pour pouvoir influencer ses décisions et le contraindre à se plier à ses volontés (Shleifer et Vishny, 1997). De même, en cas de

mauvaise performance, le dirigeant a un risque plus élevé d'être révoqué lorsqu'il y a un actionnaire dominant (Shleifer et Vishny, 1986 ; Agrawal e Knoeber, 1996 ; Sikavica, 2010).

Du côté des catégories d'actionnaires, la théorie d'agence identifie plusieurs catégories supposées contrôler efficacement la gestion des dirigeants. Dans ce sens, Bughin et Colot (2008), ainsi que Madani et Khlif (2010) ont tous démontré qu'une participation élevée des dirigeants a tendance à aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires. Une mauvaise gestion des ressources de l'entreprise met en effet en danger la portion de leur richesse qui est reliée à la valeur marchande de l'entreprise. Les problèmes liés à l'effort et à l'horizon temporel s'en trouvent ainsi atténués.

Au même titre, l'actionnariat institutionnel est supposé jouer un rôle actif dans la gouvernance des entreprises (Finet et al., 2009 ; Aguenau et al., 2013). Ces investisseurs peuvent en effet exercer un contrôle efficace des entreprises de leurs portefeuilles en raison de leur indépendance vis-à-vis des dirigeants et des moyens et l'expertises dont ils disposent (Yan et al., 2008). Ils disposent pour ce faire de ressources financières importantes, de compétences techniques pointues, ainsi qu'un meilleur accès à l'information en tant qu'acteurs des marchés financiers, leurs permettant de contrôler efficacement les dirigeants et d'en influencer les décisions en vue de maximiser le rendement de leurs investissements.

1.2.2. Le conseil d'administration.

Le conseil d'administration est l'organe élu par les actionnaires pour exercer le contrôle des dirigeants (Lanoue et Hafsi, 2010). C'est « *l'instance qui contrôle, d'une manière formelle, l'organisation* »³³. Que ce soit dans la théorie de l'agence ou dans la théorie des coûts de transaction, le conseil d'administration apparait comme le mécanisme privilégié pour limiter la discrétion des dirigeants et aligner leurs actions avec les intérêts des actionnaires, ou dans une perspective partenariale, avec celui de l'ensemble des parties prenantes.

Cet organe directeur assume alors tous les pouvoirs nécessaires à l'administration et assure la surveillance de l'équipe de direction et son remplacement si nécessaire. Il dispose à cet effet de deux leviers principaux pour assurer ce rôle disciplinaire à savoir, le système de rémunération et la nomination et révocation des dirigeants (Renard et Godefroid, 2016).

³³ MINTZBERG H., « Le pouvoir dans les organisations », Editions d'Organisation, 2003, p. 109

1.2.3. Les systèmes de rémunération et d'incitation des dirigeants.

Selon le cadre théorique de l'agence, la réduction des coûts d'agence implique la mise en place de systèmes qui répondent à la fois aux attentes des actionnaires et des dirigeants. L'enjeu réside dans la mise en place d'un système d'incitation et de surveillance qui empêchent les dirigeants d'adopter des comportements susceptibles de léser les actionnaires et les amenés, au contraire, à se comporter comme s'ils cherchaient à maximiser la fonction d'utilité des actionnaires (Chatelin-Ertun et Nicolas, 2011). Dans ce cadre, la politique de rémunération des dirigeants peut constituer une forme de surveillance indirecte qui vise à résoudre le conflit d'intérêts entre les deux parties (Gélinas, 2001). Jensen et Murphy (1990) et plus récemment Hayes et al. (2008) et Dardour et Husser (2014), estiment qu'elle peut inciter les dirigeants à prendre les décisions qui maximisent la valeur de l'entreprise.

Pour assurer cet alignement, plusieurs choix s'offrent aux actionnaires en matière de structure de rémunération. La solution généralement proposée dans la littérature et qu'au-delà de la rémunération fixe, qui vise à réduire le risque encouru par le dirigeant, il est souvent prévu une partie variable qui lui transmettrait une partie du risque supporté par les actionnaires. Les actionnaires ont donc intérêt à définir les combinaisons de rémunération qui attirent et retiennent les meilleurs dirigeants, tout en garantissant leur loyauté (Eminet et al., 2009).

2. Typologie des mécanismes fondée sur la spécificité et l'intentionnalité

À la typologie traditionnelle des systèmes de gouvernance, qui oppose les mécanismes externes (principalement les marchés) aux mécanismes internes. Charreaux (2009) a proposé une grille d'analyse permettant de classer l'ensemble des mécanismes susceptibles d'exercer un rôle en matière de gouvernement d'entreprise selon deux critères : l'intentionnalité du mécanisme et son caractère spécifique. Cette nouvelle typologie viendrait remplacer la typologie habituellement retenue et jugée insuffisante pour deux raisons principale ; d'une part, la difficulté d'appréhender de façon claire la notion d'internalité organisationnelle et d'autre part, la présomption selon laquelle l'intentionnalité du mécanisme constitue un critère déterminant pour comprendre le processus de formation de la valeur³⁴.

³⁴ PARRAT F., « Le gouvernement d'entreprise (Les Topos) », Dunod, 2003, p. 19

2.1. La spécificité du mécanisme.

La spécificité renvoie aux mécanismes propres « à l'entreprise délimitant le pouvoir discrétionnaire des dirigeants, dans le sens où son action influence exclusivement les décisions des dirigeants de l'entreprise »³⁵. Le contrôle direct des actionnaires, le conseil d'administration, la surveillance mutuelle des dirigeants constituent des exemples de mécanismes spécifiques. Au contraire, l'environnement légal et réglementaire, le marché des biens et services, le marché financier ou le marché du travail forment quelques-uns des mécanismes non spécifiques.

2.2. L'intentionnalité du mécanisme.

Le critère de l'intentionnalité trouve son origine dans les travaux de Williamson (1991) dans le cadre de la théorie des coûts de transaction, qui distingue les mécanismes spontanés³⁶ liés aux marchés, des mécanismes intentionnels associés à la hiérarchie.

Dans une approche complémentaire, Charreaux (1997) avance que le caractère intentionnel résulte de l'établissement, tant par les dirigeants que par les subordonnés, de règles et de procédures formelles visant à répartir les tâches et à assurer la coordination. L'auteur insiste sur le fait que la soumission des dirigeants au mécanisme à caractère intentionnel ne résulte surtout pas du lien hiérarchique. Par contre, en réglementant la coopération, ledit mécanisme fixe les limites du pouvoir discrétionnaire des dirigeants. Ce faisant, il contribue également à déterminer le champ d'exercice des mécanismes spécifiques spontanés.

En somme, en croisant ces deux critères, Charreaux (1997) propose la classification des mécanismes de gouvernance suivante :

³⁵ CHARREAUX G., « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », chapitre 15, in G. Charreaux (ed.) : *Le gouvernement des entreprises*, Économica, 1997, p. 427.

³⁶ Il s'agit de mécanismes informels qui remplissent spontanément la fonction de contrôle des dirigeants, et ce par opposition aux mécanismes intentionnels.

Tableau 3 : Synthèse des différentes classifications des mécanismes de gouvernance d'entreprise.

	Mécanismes spécifiques	Mécanismes non spécifiques
Mécanismes intentionnel	- Contrôle direct des actionnaires (assemblée) - Conseil d'administration - Systèmes de rémunération, d'intéressement - Structure formelle - Auditeurs internes - Comité d'entreprise - Syndicat « maison »	- Environnement légal et réglementaire - Syndicats nationaux - Auditeurs légaux - Associations de consommateurs
Mécanismes spontanés	- Réseaux de confiance informels - Surveillance mutuelle des dirigeants - Culture d'entreprise - Réputation auprès des salariés (respect des engagements)	- Marchés des biens et services - Marché financier (dont prises de contrôle) - Inter médiation financière - Crédit interentreprises - Marché du travail - Marché politique - Marché du capital social - Environnement « sociétal » - Environnement médiatique - Culture des affaires - Marché de la formation

Source : Charreaux (1997)³⁷

II. Les principaux modèles nationaux de gouvernance :

L'étude comparée des différents systèmes nationaux de gouvernance révèle des différences significatives. La plupart des réflexions opposent les systèmes anglo-saxons (dont la caractéristique fondamentale est le primat du marché financier comme régulateur) aux systèmes allemands et japonais (qui associent capitalistes et salariés dans la cogestion pour l'Allemagne et l'unité nationale pour le Japon) et le modèle hybride auquel se réfère la France et à moindre mesure le Maroc.

On comprend dès lors l'influence de la culture et des systèmes législatifs et institutionnels sur le mode de gouvernance d'entreprise adopté (Matoussi et Jardak, 2010). Et ce malgré les demandes des investisseurs institutionnels, notamment les fonds de pension américains, et les études de l'OCDE, qui semblent œuvrer pour une convergence des modèles de gouvernance de l'entreprise sur le plan international.

³⁷ CHARREAUX G., Op. cit., p. 427

1. Les modèles de gouvernance traditionnels:

Les travaux sur la gouvernance opposent traditionnellement deux grandes tendances en matière de gouvernance d'entreprise :

- Le modèle anglo-saxon, dont la caractéristique fondamentale est le primat du marché financier comme régulateur de la relation entre le propriétaire et l'agent et où les acteurs sont instables et recherchent la meilleure performance financière à court terme ;
- Le modèle germano-nippon caractéristique d'un capitalisme bancaire stable qui privilégie le long terme. Il associe capitalistes et salariés dans la cogestion pour l'Allemagne et l'unité nationale pour le Japon.

Le critère distinctif essentiel entre ces deux tendances repose sur la séparation fonctionnelle, plus prononcée dans la première modèle. Ainsi, s'opposent la gouvernance des entreprises ouvertes et la gouvernance des entreprises plus fermées mais néanmoins complexes au sens de Fama et Jensen (1983).

1.1. Les modèles anglo-saxons tournés vers les marchés financiers.

Il est caractéristique des Etats-Unis et du Royaume-Uni, qui présentent la particularité d'avoir une forte diffusion de l'actionnariat en raison du nombre élevé d'entreprises cotées et de l'importance croissante des marchés boursiers en tant que mode de financement des entreprises³⁸. Charreaux (2009), estime que les pays anglo-saxons présentent la particularité d'avoir favorisé l'émergence des marchés financiers et parallèlement instauré des contraintes fortes au développement des institutions bancaires, notamment en termes de détention d'actions dans des entreprises non bancaires.

Dans ce contexte particulier, le pouvoir se trouve être concentré entre les mains des administrateurs actifs, en l'occurrence les dirigeants, et ce au détriment des actionnaires dont la dispersion entraîne un vide de pouvoir. En effet, en raison de la facilité de sortie liée à l'importance du marché boursier, les actionnaires exerceraient davantage un contrôle passif *ex post* au détriment du contrôle actif *ex ante*. Ce qui en fait un système aux mécanismes internes faibles, donc à la capacité préventive faible, par rapport à sa capacité curative forte tout en étant coûteuses.

³⁸ PARRAT F. (1999, p. 217) observe, en ce sens, qu'en 1995 plus de 8000 sociétés sont cotées sur les différents marchés financiers américains et plus de 2500 au Royaume-Uni.

Ceci dit, ce modèle se caractérise par un pouvoir des actionnaires fortement institutionnalisé par un cadre législatif offrant une importante protection aux actionnaires³⁹. En plus, le rôle du marché financier vient y contrebalancer le pouvoir du management par le caractère actif du marché de contrôle où les insuffisances de performances sont sanctionnée par les ventes d'actions, les pressions d'achats de l'extérieur et par les prises de contrôle hostiles, incitant les dirigeants menacés à s'aligner sur les intérêts des actionnaires.

Toutefois, cette conception réductrice du gouvernement d'entreprise qui a pour objectif de veiller aux intérêts des actionnaires, considérés comme les seuls partenaires de l'entreprise, risque d'appauvrir l'entreprise à long terme en favorisant la captation par les actionnaires de toute la richesse créée même au détriment des autres parties prenantes de l'entreprise.

1.2. La logique de coopération du modèle de gouvernance Germano-Nippon.

Par opposition au premier modèle, le système orienté réseaux⁴⁰, dit également *Insider*, accorde davantage d'importance aux relations avec l'ensemble des parties prenantes. La séparation de la propriété du contrôle n'étant pas de la même ampleur que celle observée dans le modèle anglo-saxon, les contrats sont moins standardisés au sens où l'intervention des actionnaires dans les décisions stratégiques de l'entreprise y est plus prononcée. En effet, les banques en qualité d'actionnaires majoritaires et de première source de financement externe, sont doublement incitées à contrôler la gestion des entreprises.

Au Japon, la banque principale *mainbank* est en même temps le principal créancier et l'actionnaire majoritaire de la firme partenaire. Elle a par conséquent une grande responsabilité dans le bon déroulement des affaires et par conséquent, le pouvoir d'effectuer un contrôle ferme et permanent sur les dirigeants. De telle sorte que ces derniers n'auront plus à se préoccuper de la réaction du marché au jour le jour et peuvent se concentrer sur le long terme.

En Allemagne, marquée par la doctrine de l'économie sociale de marché la « *Soziale Marktwirtschaft* »⁴¹, la banque se veut une *Hausbank*, c'est-à-dire une banque maison,

³⁹ À titre d'exemple, aux États Unis, cette protection instituée successivement par « *The Securities Exchange Act* » de 1934, « *The Securities Investors Act* » de 1970, « *The Insider Trading Sanctions Act* » de 1984 et « *The Private Securities Litigation Act* » de 1995.

⁴⁰ Adopté principalement par l'Allemagne, le Japon et quelques pays latins (MOERLAND P.W, 1995).

⁴¹ L'économie sociale de marché est un système qui combine la solidarité sociale aux mécanismes de marché. Dans ce système, le rôle de l'État se résume à créer un cadre de fonctionnement qui respecte la liberté des

attentive aux besoins de l'industrie (Izraelewicz, 1999). Elle participe aux stratégies de développement des entreprises, leur propose une gamme complète de services et les fait profiter de son réseau de relations (Sattler, Schrader et Huthje, 2003). Par ailleurs, les banques allemandes détiennent des participations minoritaires dans de nombreuses sociétés, y compris les plus grandes. De même, les grands groupes industriels détiennent des participations dans le capital des banques (Commissariat Général du Plan et Deutsch-Französisches Institut, 2001 : Mertens-Santamaria, 1997). Il paraît important de souligner que les banques allemandes demeurent des partenaires relativement stables, y compris en tant qu'actionnaires (Caby et *al.*, 2013).

Ce système semble offrir une meilleure capacité préventive, par l'encadrement *ex ante* des dirigeants par les actionnaires principaux y compris les créanciers, ce qui semble confirmé lors de la récente crise financière. En effet, de par les rigidités qu'il présente pour les investisseurs qui ne peuvent se désengager facilement, en raison des participations croisées, ce système permet de mieux préserver les relations contractuelles et informelles entre les parties prenantes favorisant ainsi la coopération interne et l'investissement à long terme. En revanche, cette rigidité impliquerait une moins bonne capacité curative.

Par ailleurs, si les relations à long terme et les réseaux favorisent la création et la détection de compétences, ils constituent également des facteurs de rigidité cognitive et accroissent les risques de stratégies d'appropriation de rentes aux dépens des membres extérieurs. Ces systèmes de régulation plus performants dans les activités traditionnelles⁴², présentent une autre défaillance consistant en la participation limitée des différents acteurs dans la gestion de l'entreprise en raison des capacités informationnelles limitées pour évaluer les activités nouvelles.

2. Les modèles de gouvernance « hybrides » :

Le modèle français est souvent considéré comme un modèle intermédiaire entre les deux formes de développement présentées ci-dessus. Situé entre les systèmes marchés et les systèmes réseaux, le système français fait partie des systèmes hybrides ou médians. Ces modèles donnent l'image de systèmes largement auto-entrés, en symbiose avec le système de

initiatives, tandis que celui des acteurs socio-économique, notamment les entreprises, y est de contribuer à l'intérêt et l'épanouissement de la société toute entière.

⁴² En raison des avantages présentés par le financement bancaire pour garantir l'exécution des engagements à long terme de l'entreprise (Allen, 1993).

l'Etat, régulé par un ensemble de règles et de pratiques est caractérisé par l'intervention de l'Etat pour modeler le système de gouvernance.

Pour le Maroc, comme le reste des Etats arabe de la Méditerranée, le poids de l'histoire coloniale ainsi que les réalités économiques (la France premier partenaire économique) font que ces pays s'inspirent du modèle français, avec en plus une forte concentration de la propriété et l'absence d'une véritable séparation entre la propriété et le management.

2.1. Le système de gouvernance français.

Les caractéristiques du système de gouvernance français découlent des combinaisons des deux approches déjà citées. D'un côté, et comme le préconise le modèle actionnarial, la discipline des dirigeants est assurée par le marché des prises de contrôle des entreprises, par l'obligation de la transparence de l'information financière et par le marché de travail des dirigeants. De l'autre côté, dans le modèle partenarial, la régulation du comportement du dirigeant n'est pas assurée par les mécanismes du marché mais par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance et par le contrôle mutuel entre les dirigeants de l'entreprise. Les statuts de l'entreprise peuvent amener d'autres parties prenantes (banques, syndicats, clients, etc.) à exercer également un contrôle sur les dirigeants.

Sur un autre plan, le système français se distingue par la conception même de l'entreprise dominée par la notion d'intérêt social synonyme de la suprématie de la personne morale en elle-même. A ce titre, l'entreprise est considérée comme un « *agent économique autonome poursuivant des fins propres, distinctes de celles de ses actionnaires, ses salariés, ses créanciers, ses fournisseurs, ses clients, mais qui correspondent à leur intérêt général commun qui est d'assurer la prospérité et la continuité de l'entreprise* »⁴³. Ainsi, En privilégiant « l'intérêt général commun », les dirigeants, en charge de multiples intérêts opposés, disposent d'une liberté d'action accrue et s'éloignent du contrôle de leurs actionnaires.

Parmi les autres caractéristiques, le système français se distingue par la structure de propriété de ses entreprises ; d'un côté par une présence étatique considérable⁴⁴, symbole des

⁴³ Rapport Viénot I, « Le conseil d'administration des sociétés cotées, Rapport du groupe de travail de l'Association Française des Entreprises Privées et du Conseil National du Patronat Français, 1995, p. 8.

⁴⁴ En 1990, 22% des 100 premières sociétés françaises étaient majoritairement détenues par l'Etat, contre 10% pour les 100 premières sociétés allemandes (Pedersen et Thomsen, 1997).

vagues de nationalisations des années 1936, 1945 et 1981 (Perez, 2003), et d'un autre côté par la concentration de la propriété⁴⁵.

A cela s'ajoute la composition des conseils d'administration hérités des mouvements successifs de nationalisations et de privatisations. Les administrateurs y sont souvent cooptés ou choisis parmi un groupe social étroit, où la méritocratie scolaire demeure le critère exclusif de sélection (Wirtz et Laurent, 2010).

2.2. La gouvernance d'entreprise au Maroc.

Au Maroc, la gouvernance d'entreprise a véritablement émergé vers le début de des années 90s en raison d'une volonté affichée par les différents intervenants, tant publics que privés, pour faire de ce sujet une variable motrice pour la promotion de l'investissement⁴⁶.

A ce moment, le Maroc a compris que l'adoption de principes bonne gouvernance rassure le marché et constitue un puissant moyen au service du développement économique. Le pays se trouvant confronté à la mondialisation qui lui impose l'ouverture de son économie. La concurrence internationale croissante nécessite la recherche de facteur de différenciation permettant de créer, maintenir et développer la compétitivité des entreprises nationales. Ainsi, l'adoption par les entreprises marocaines des principes de bonne gouvernance est de nature à développer l'attractivité de l'économie marocaine et à renforcer sa compétitivité.

2.2.1. Spécificités du contexte marocain.

Dans certains pays, l'intervention des actionnaires est omniprésente comme c'est le cas aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. L'Allemagne et le Japon sont connus par la présence des banques dans leurs conseils d'administration et aussi par l'existence de participations croisées. Le cas français et marocain est tout à fait différent avec une présence familiale régnante dans le capital des grandes sociétés cotées.

En plus, depuis son indépendance, le Maroc a fait le choix d'une économie libérale axée sur le développement des forces du marché et sur l'entreprise privée, tout en conservant un rôle prépondérant de l'Etat. Ce qui laisse très peu de place à la « main invisible » pour réguler le marché. Le système économique reste empreint d'une tradition de recours à la puissance

⁴⁵ Etudiant un échantillon d'un peu plus de 162 000 SA, Richard et Miellet (2003) observent que 65% du capital des SA non cotées était détenu par une seule ou un seul bloc de personnes, contre 56M pour les SA cotées. A titre de comparaison, au Royaume-Uni, les 5 premiers actionnaires ne détiendraient pas plus de 21% du capital.

⁴⁶ Code marocain de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise, Mars 2008, p.7.

publique comme arbitre, comme protecteur et parfois comme acteur majeur du jeu économique.

Le Maroc est un pays à économie de banque, non orientée vers le marché boursier et où les entreprises sont dans leur majorité de petite taille⁴⁷ et à prédominance familiale. En effet, Il suffit de voir le nombre réduit de sociétés cotées et la capitalisation boursière pour s'en convaincre⁴⁸. Les entreprises qui ont pris l'initiative de s'introduire en bourse sont aussi pour la plupart des sociétés familiales ou des sociétés à participation croisée. De ce fait, elles sont peu concernées par un conflit d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. En plus, la bourse de Casablanca est envahie par les investisseurs étrangers et méconnues par les fonds de pensions américains, principaux initiateurs de la « *Corporate governance* ».

2.2.2. Etat des lieux et réformes majeurs:

Depuis la grande réforme du marché financier initiée en 1993, le Maroc a mis en place un arsenal juridique relativement important relatif à l'environnement commercial et financier et aux acteurs dans cet environnement. La plupart de ces textes incluent de façon explicite ou implicite des dispositions liées à la gouvernance d'entreprises, avec la création d'organes pouvant jouer un rôle spécifique dans le domaine comme le CDVM. C'est dans cet objectif que la loi 17/95 sur les sociétés anonymes et les règles du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières ont été conçues, visant l'adoption de nouvelles règles d'organisation et d'administration des sociétés, notamment celles cotées en bourse afin de donner plus de crédibilité à la place financière de Casablanca et rassurer les investisseurs locaux et étrangers.

Plus récemment, un code national de bonnes pratiques, s'inspirant des principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE⁴⁹, a été adopté en mars 2008. Il a par la suite été complété par d'autres codes spécifiques à l'intention des petites et moyennes entreprises et des entreprises familiales (décembre 2008), des établissements de crédit (avril 2010) et des entreprises et établissements publics (mars 2012).

2.2.2.1. La refonte de la loi 17/95 relative à la Société Anonyme (SA).

La loi régissant le fonctionnement de la société anonyme classique datait de 1922. Celle-ci ne prévoyait que la forme moniste avec la concentration des pouvoirs d'administration et de

⁴⁷ 95% des entreprises marocaines selon l'OCDE.

⁴⁸ En Mai 2018, le nombre de valeurs inscrites à la cote de la BVC s'élève à 74.

⁴⁹ Il s'agit d'un programme de bonne gouvernance faisant partie d'une initiative globale appelée MENA-OCDE à l'appui du développement des pays arabes.

contrôle entre les mains du PDG ce qui est bien loin des principes de bonne gouvernance. Avec la loi 17/95, on assiste au démantèlement de ce pouvoir absolu et l'instauration d'une structure organisant à la fois la dualité, avec la distinction entre le conseil de surveillance et l'administrateur délégué, et la collégialité du pouvoir par la responsabilité collective. Par voie de conséquence, cette loi a édifié, par ses principales dispositions concernant la protection des actionnaires minoritaires, la diffusion de l'information et les modalités de nomination et de fonctionnement du conseil d'administration, Etc., les piliers de la bonne gouvernance fondée essentiellement sur la transparence et la confiance entre les parties prenantes de l'entreprise.

2.2.2.2. Le Code des bonnes pratiques.

Le Code Marocain de Bonnes Pratiques de Gouvernance d'Entreprise résulte d'un consensus très large entre les secteurs privé et public. Il a été élaboré par une Commission nationale présidée par la CGEM et le Ministère des Affaires Economiques et Générales qui en a assuré la coordination et le secrétariat. Il constitue un recueil de lignes de conduite et de recommandations complémentaires à la loi et aux règlements. Ses principes généraux portent sur les responsabilités de l'organe de gouvernance, les droits des actionnaires et des associés et leur traitement équitable, la transparence et diffusion de l'information et le rôle des parties prenantes et leur traitement équitable.

Au regard des niveaux élevés des standards présentés dans ledit code, ces principes généraux se sont appliqués en priorité aux grandes entreprises et aux PME structurées, ayant pour forme juridique la Société Anonyme à conseil d'administration ou à directoire et conseil de surveillance. Puis, adapté par d'autres codes spécifiques à l'intention des petites et moyennes entreprises et des entreprises familiales (décembre 2008), des établissements de crédit (avril 2010) et des entreprises et établissements publics (mars 2012).

Compte de ce qui précède, est présenté dans le tableau suivant le comparatif des différents systèmes nationaux de gouvernance.

Tableau 4 : Comparatif des différents systèmes nationaux de gouvernance d'entreprise.

Caractéristiques	Système orienté marché	Système orienté Banque	Système médian	
			France	Maroc
Actionnariat	Une séparation de la propriété du contrôle accentuée par l'actionnariat important et éclaté.	Une base d'actionnaires faible et concentrée		
Financement par le marché	Principal mode de financement reflété le nombre important de sociétés cotées	Faible recours des entreprises au financement par le marché financier, soit un nombre réduit de sociétés à la cote prédominée par quelques entreprises représentant à elles seules une part important de la capitalisation boursière.		
Protection des actionnaires	surprotection des actionnaires au détriment des autres parties prenantes.	Une représentation plus large des parties prenantes.	Privilège aux actionnaires majoritaires empêchant la séparation de la propriété du contrôle ⁵⁰ .	
Rôle des investisseurs institutionnels	Faible implication dans le système de gouvernance.	Forte implication des banques dans la gouvernance.	Rôle important du secteur public.	
Obligation d'information	Obligations de transparence accrues imposées par des règles comptables strictes.	Une latitude quant à la présentation des états financiers grâce à des règles comptables peu contraignantes.		

Source : Synthèse de la littérature

⁵⁰ Au Maroc par exemple, la loi 17-95 relative à la SA permet aux sociétés d'exiger qu'un actionnaire soit en possession d'un minimum de dix actions afin de pouvoir participer aux assemblées générales annuelles (AGO).

Présentation du cadre d'analyse de l'efficacité des mécanismes de la gouvernance d'entreprise.

Notre recherche porte sur l'efficacité des MGE face au phénomène d'enracinement des dirigeants. Par « efficacité des MGE » nous faisons référence à la capacité de ces mécanismes à mener l'entreprise à la performance⁵¹. Charreaux (2000) souligne, à ce sujet, que « *le problème que tente de résoudre la théorie de la gouvernance est d'identifier le degré optimal de latitude du dirigeant en cherchant à préciser la relation entre la performance et le système de gouvernance* »⁵². En effet, la raison d'être d'un système de gouvernance est de contraindre les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires et de prévenir les comportements opportunistes nuisibles à la création de la richesse. En ce sens, plus l'espace discrétionnaire des dirigeants serait réduit, meilleure serait la performance de l'entreprise.

Notre propos est ainsi de concevoir l'efficacité des mécanismes de gouvernance comme variable explicative de la performance, conformément à la littérature antérieure (Charreaux, 2009 ; Saïssset et Couderc, 2013). Pour ainsi faire, nous allons nous intéresser à deux mécanismes en particulier, à savoir la structure de propriété, à travers la concentration de la propriété et la nature de certains actionnaires, et le conseil d'administration caractérisé par sa taille et le degré de son indépendance.

Ceci dit, cette section a pour objectif de dresser le cadre théorique qui permettra de saisir la nature de la relation entre les mécanismes de gouvernance retenus pour l'étude, et la performance de l'entreprise.

I. L'impact de la structure de propriété sur la performance.

Les travaux sur la gouvernance de l'entreprise prennent source dans l'analyse fondatrice de Berle et Means (1932) relative à la séparation entre la propriété et le contrôle dans les grandes firmes américaines et son impact sur la performance. Cette problématique est reprise

⁵¹ FINET A. et al., « Gouvernance d'entreprise : Nouveaux défis financiers et non financiers », Edition De boeck, 2009, p.43

⁵² CHARREAUX G., « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », Revue du financier, Vol. 127 (N° 4), 2000, p. 8-17.

par Jensen et Meckling (1976) pour construire les fondements de la théorie de l'agence. Ces derniers supposent que la séparation de la propriété du contrôle augmente le risque de détournement de ressources par les dirigeants, nécessitant par conséquent l'instauration de mécanismes permettant de les contrôler ou de les inciter à réduire les coûts liés à ces détournements. Ainsi, l'objectif du dispositif de gouvernance est de mettre en place un certain nombre de mécanismes permettant de discipliner les dirigeants et de réduire leur espace discrétionnaire afin de sécuriser l'investissement financier des actionnaires.

Alchian et Demsetz (1972) ainsi que Jensen et Meckling (1976) considèrent que la charge de discipliner les dirigeants revient aux propriétaires du capital, c'est-à-dire ceux qui supportent le risque résultant des actes managériaux (Chatelin-Ertun et Nicolas, 2011). Ainsi, la question centrale à étudier est de savoir à quel niveau et dans quel type de structure de propriété il y a un contrôle efficace de l'entreprise. La structure de propriété peut être un moyen de contrôle efficace de la gestion des dirigeants. Elle permet en effet de réunir, lorsque certaines conditions sont présentes (concentration du capital et nature des actionnaires), les bases d'un système de contrôle efficient, à savoir, une incitation des contrôleurs à remplir leur fonction, ainsi qu'un moindre coût de contrôle (Paquerot et Mtanios, 1999).

Dans ce sens, nombreuses sont les études qui ont cherché à mettre en évidence le lien entre la structure de propriété et la performance. Celles-ci se sont intéressées à l'impact des différentes structures de propriété, caractérisées par la concentration du capital et la nature des actionnaires, sur la performance des entreprises.

1. L'impact de la concentration de la propriété sur la performance.

De l'état actuel de la littérature, deux effets opposés sont reconnus théoriquement à la concentration de la propriété sur la performance de l'entreprise. D'un côté, l'actionnariat diffusé des sociétés cotées soulève un risque important de spoliation des intérêts des actionnaires par les dirigeants, ceci dit la présence d'un actionnaire de contrôle agit comme un mécanisme de gouvernance susceptible de discipliner les dirigeants. D'un autre côté, l'actionnaire de contrôle peut être tenté de s'approprier une partie des richesses dégagées par l'entreprise, au détriment des actionnaires minoritaires. Dans ce cas, la concentration de l'actionnariat conduit à un enracinement de l'actionnaire de contrôle (Harada et Nguyen, 2011).

1.1. L'opportunisme des dirigeants dans les sociétés à actionnariat dispersé.

Les écrits traitant l'effet de la forte concentration de la propriété sur la performance soulèvent tous la nature du contrôle facile et directe exercé par les actionnaires dominants sur le dirigeant, permettant ainsi, la diminution des coûts d'agence provoqués par l'opportunisme managérial et ainsi, l'amélioration de la performance.

Dans ce cadre, Shleifer et Vishny (1986), Agrawal et Knoeber (1996), Alexander et Paquerot (2000), Sikavica (2010) et Boubaker et El Houcine (2013), montrent que plus la propriété est concentrée, plus le contrôle de la gestion des dirigeants par les actionnaires est rigoureux et efficace et plus l'entreprise est performante. En effet, les actionnaires détenant une part significative du capital, peuvent exercer une pression sur les dirigeants pour qu'ils agissent en leur faveur et dans l'objectif de maximisation de leur richesse. Les actionnaires majoritaires disposent, en fait, d'avantages importants par rapport aux actionnaires minoritaires étant donné que, d'une part, ils sont mieux informés et peuvent mobiliser plus aisément des moyens importants (avocats, cabinets d'expertises, audit, etc.) pour contrôler les dirigeants et protéger leurs investissements. D'autre part, ils disposent d'un grand pouvoir d'influence au sein des assemblées générales, dû essentiellement au nombre important de voix détenues leur évitant de mobiliser d'autres actionnaires pour faire voter certaines résolutions ou contester la gestion des dirigeants.

En revanche, selon la théorie de l'agence, dans une structure de propriété dispersée, les coûts d'agence sont conséquents et les dirigeants sont capables d'annihiler la fonction de contrôle revenant aux actionnaires pour avoir une marge de manœuvre leur permettant de poursuivre leurs intérêts personnels aux dépens des actionnaires (Lanoue et Hafsi, 2010). En fait, dans une entreprise à la structure de propriété dispersée, un actionnaire seul n'est pas incité à engager des ressources et à supporter les coûts nécessaires pour exercer un contrôle sur la gestion, car il sera seul à supporter ces coûts alors que bénéfice de son action profitera à l'ensemble des actionnaires. Néanmoins, un actionnaire détenant une part significative du capital se trouve fortement incité à investir dans le contrôle des dirigeants, car il s'appropriera une part non négligeable des gains supplémentaires ainsi réalisés.

Par ailleurs, les travaux de Wruck (1989), portant sur l'effet des nouvelles émissions d'actions acquises en partie par des investisseurs institutionnels, concluent que la variation des cours boursiers dépend de l'effet de ces émissions sur la concentration de la structure actionnariale. Il constate d'ailleurs, que la réaction des cours est positive lorsque lesdites

émissions augmentent le niveau de concentration au-delà de 25%. Inversement, un changement de la concentration compris entre 5% et 25% engendre une réaction négative des cours. Ainsi, la détention d'une part supérieure à 25% du capital de l'entreprise est considérée, par les marchés, comme étant un bon signe, vraisemblablement du fait que ces investisseurs vont contrôler les activités de gestion et ce afin de garantir que les dirigeants ne se dérobent pas de leurs responsabilités.

1.2. L'actionnariat concentré et la performance de l'entreprise : une relation ambiguë.

La contribution de l'actionnariat concentré à la performance des entreprises est théoriquement complexe et empiriquement ambigu. En effet, si la théorie d'agence plaide en faveur de l'efficacité de la propriété concentrée dans la résolution des conflits d'agence de type (I) entre actionnaires et dirigeants. La concentration de la propriété est susceptible de faire naître des conflits d'agence de type (II) impliquant les actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires (Harada et Nguyen, 2011).

1.2.1. L'impact positif de la propriété concentrée sur la performance de l'entreprise.

Les soutiens théoriques à l'hypothèse d'une contribution positive de la concentration de la propriété à la performance de l'entreprise remontent aux travaux de Berles et Means (1932) qui suggèrent l'existence d'une relation positive et linéaire. Cette contribution attribuée, par Shleifer et Vishny (1986), puis par Agrawal et Mandelker (1990), au fait que l'existence de gros actionnaires permet un meilleur contrôle des managers et par conséquent une meilleure performance. De leur côté, Gorton et Schmid (2000), étudiant le système de gouvernance allemand, concluent à une amélioration de la valeur des firmes allemandes en réponse à l'accroissement de la concentration de la propriété, ce qu'ils expliquent par le rôle de l'actionnariat concentré dans l'alignement des intérêts dirigeants/actionnaires. Pareillement, Chen (2001) étudiant un échantillon d'entreprises chinoises, démontre une forte corrélation positive entre la propriété concentrée et la valeur de l'entreprise exprimée par le Q de Tobin.

Plus récemment, des études similaires, notamment celles conduites par Boubaker et El Houcine (2013) et celle de Ducassy et Guyot (2017), portant toutes sur les entreprises françaises, ont conclu à des résultats identiques.

1.2.2. L'opportunisme des actionnaires dominant dans les sociétés à actionnariat concentré.

S'il semble clair que la concentration des votes dans les mains d'un actionnaire dominant réduit les coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976). Les travaux de Morck, Shleifer et Vishny (1988), Wruck (1989) et McConnell et Servaes (1990), étudiant la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance des entreprises américaines, ont conclu que la performance, était meilleure au départ lorsque la concentration de la propriété est faible, (pas plus de 5% pour l'étude de Morck, Shleifer et Vishny), mais qu'elle se dégrade par la suite. Des conclusions similaires sont observées, en France, dans les récents travaux de Margaritis et Psillaki (2010), portant sur un échantillon de PME, et ceux de Mard, Marsat et Roux (2014), étudiant 238 entreprises cotées.

L'explication avancée, est qu'au-delà d'un certain niveau de propriété, la participation des actionnaires majoritaires devient incompatible avec l'intérêt général. Les détenteurs de fortes participations défendant leurs propres intérêts, qui ne coïncideraient pas nécessairement avec ceux des autres partenaires.

La concentration de l'actionnariat n'élimine donc pas les risques d'opportunisme au sein de l'entreprise, elle ne fait qu'en changer la nature. Celle-ci attribue à l'actionnaire dominant le pouvoir de dicter les grandes orientations de l'entreprise par l'élection des administrateurs et la participation aux décisions importantes. Grâce à ce pouvoir de contrôle, il peut influencer sur les décisions de l'entreprise afin que celles-ci se prennent en fonction de son investissement au détriment de intérêts de l'entreprise et du reste des actionnaires.

Ainsi, le bénéfice reconnu à la structure concentrée, à réduire les comportements opportunistes des dirigeants, soulève un risque d'enracinement de l'actionnaire dominant. Ce dernier qui a contribué à la croissance de l'entreprise peut en venir à exercer une influence préjudiciable sur les affaires, soit par des décisions d'affaires erronées, soit par une propension croissante à faire passer ses propres intérêts avant ceux de l'ensemble des actionnaires.

2. L'impact de la nature de l'actionnariat sur la performance de l'entreprise.

Selon la théorie de l'agence, plusieurs catégories d'actionnaires sont supposées constituer des garanties de l'efficacité de la gestion des dirigeants. L'actionnariat des dirigeants ou la

présence d'investisseur institutionnel, sont autant de situations dans lesquelles on peut constater une atténuation ou un déplacement du conflit d'agence.

Ces actionnaires présentent des profils très différents quant à la motivation et aux capacités à contrôler les dirigeants. Si les investisseurs institutionnels ou les actionnaires individuels recherchent essentiellement la rentabilité des fonds investis, les intérêts privés des autres actionnaires, notamment les dirigeants, l'Etat actionnaire et les salariés, consistent en la pérennité de l'entreprise, le pouvoir ou l'enrichissement. Pour notre étude, nous nous intéressons plus particulièrement à l'actionnariat managérial et institutionnel.

2.1. L'impact de l'actionnariat institutionnel sur la performance de l'entreprise.

Les investissements institutionnels, de par leur expérience professionnelle et leur envergure économique supérieure à celles des actionnaires ordinaires sont réputés pour exercer un contrôle plus efficace et plus étroit des dirigeants (Finet et *al.*, 2009 ; Aguenau et *al.*, 2013). Agrawal et Mandelker (1992) attribuent ces capacités à leurs moyens financiers, et à leur expertise particulière dans le contrôle de la gestion des dirigeants, notamment leur capacité à apprécier la cohérence des politiques de rémunérations des dirigeants (Omri, 2002).

L'accroissement des actifs détenus par ces investisseurs les conduits à devenir des acteurs à part entière dans les systèmes de gouvernance, un rôle de plus en plus souligné par les codes des sociétés de plusieurs pays⁵³. Dans ce sens, l'impact de leur implication sur la performance n'est pas neutre. Il leur est souvent attribué la responsabilité d'un brusque mouvement des cours, d'une restructuration voir de l'éviction d'un dirigeant. Elyasiani et Jia (2010) et Shaut et Gharbi (2011) concluent dans leurs travaux respectif à l'existence d'une relation positive entre l'actionnariat institutionnel et la performance de l'entreprise, même s'il faut reconnaître la possibilité que cette relation puisse être due au simple fait que ces investisseurs n'achètent que les titres des entreprises ayant réalisées de bonnes performances.

Cette supposition a été rejetée par plusieurs études (Cornett et *al.*, 2008 ; Ferreira et Matos, 2008) qui associent l'intensité de cette relation au comportement de ces investisseurs qui n'auraient d'effets sur la performance qu'en cas d'implication active dans le gouvernement de l'entreprise. Dans le même raisonnement, Sahut et Gharbi (2011) concluent

⁵³ JEFFERS E. et PHIHON D., «Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », Revue d'économie financière, n° 63, 2001, p. 78.

que les activités de contrôle entreprises par ces investisseurs conduisent généralement à la maximisation de la valeur marchande de l'entreprise dans laquelle ils sont actionnaires.

Cependant, d'autres travaux conclus à des résultats tout à fait opposés, notamment l'étude de Neumann et Voetmann (1999) portant sur la relation entre l'actionnariat institutionnel et la rotation des hauts dirigeants de la place de Copenhague, et qui soulève que l'accroissement de la propriété institutionnelle est de nature à protéger les hauts dirigeants des activités de contrôle. Ce que ces auteurs expliquent par l'absence d'activisme de la part de ces investisseurs dans le processus de limogeage des dirigeants.

2.2. L'impact de l'actionnariat managérial sur la performance de l'entreprise.

Selon la théorie de l'agence, les problèmes résultant de la divergence d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires peuvent être résorbé par l'accroissement de la participation managériale au capital. Dans ce sens, Charreaux (1997) souligne que la revue de la littérature spécialisée dégage trois différentes conceptions de l'apport de l'actionnariat managérial au système de gouvernance : la thèse de la convergence des intérêts, la thèse de la neutralité et la thèse de l'enracinement.

Selon les auteurs de la thèse de la convergence des intérêts (Berle et Means, 1932 ; Jensen et Meckling, 1976), la détention par le dirigeant d'une part du capital constitue l'incitation idéale à gérer l'entreprise conformément à l'intérêt des actionnaires. Ainsi, plus la part de capital que les dirigeants détiennent est importante, plus ces arbitrages se feront en faveur des avantages perçus en tant qu'actionnaires (Bughin et Colot, 2008 ; Darkos et Bekiris, 2010). Toutefois, Jensen et Meckling (1976) affirment que l'alignement des intérêts ne sera jamais parfait, tant que les dirigeants ne possèdent pas la totalité du capital.

Les études entreprises dans le cadre de la théorie de l'enracinement s'accordent sur le fait qu'un actionnariat managérial significatif peut constituer un levier d'enracinement des dirigeants. En effet, les dirigeants qui possèdent une part importante du capital peuvent l'utiliser pour accroître leur pouvoir sur les autres parties prenantes et gérer ainsi l'entreprise dans une optique contraire à la maximisation de la valeur. Les travaux de Hu et Zhou (2008), en Chine, et Arshad et Javid (2014), au Pakistan, constatent que la performance est optimale lorsque la proportion du capital détenue par les dirigeants est faible, et qu'elle se dégrade à mesure que ce niveau de détention s'accroît.

Enfin, dans la thèse de la neutralité, l'hypothèse principale est que les moyens dont disposent les actionnaires pour contraindre les dirigeants n'auraient aucune incidence étant donné que la performance des entreprises est essentiellement tributaire de l'environnement et des conditions d'exploitation. A cet effet, les travaux de Demsetz (1983) confirment l'absence de lien de causalité entre la structure de propriété et la performance de l'entreprise et que toutes les structures de propriétés sont équivalentes.

En conclusion, les résultats empiriques concernant le lien entre actionnariat des dirigeants et performance apparaissent mitigés, bien que dans une optique de maximisation de la valeur globale de l'entreprise, la thèse de convergence des intérêts semble l'emporter.

II. Impact du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise.

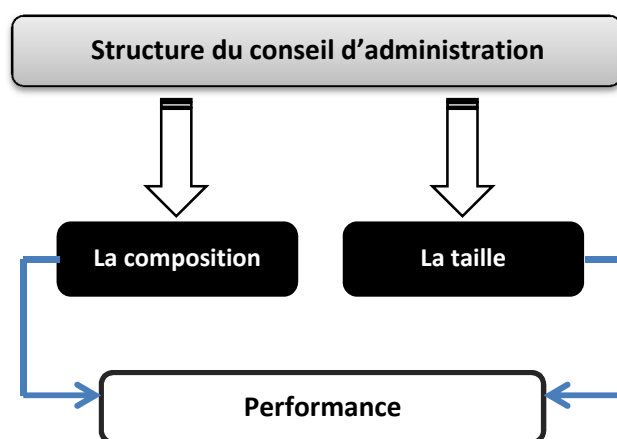
De par sa triple fonction d'incitation et de contrôle des dirigeants et celle d'orientation des décisions stratégiques de l'entreprise, le conseil d'administration occupe une place importante dans la gouvernance et le processus de création de la valeur. Plusieurs chercheurs s'accordent sur le fait que ce mécanisme est le plus important car il réduit les coûts verticaux d'agence entre les actionnaires et les dirigeants. Ces auteurs confortent l'idée selon laquelle le CA est un mécanisme sur lequel se greffe la réalisation de la performance pour l'entreprise par la protection des intérêts de toutes les parties prenantes. De ce fait, la recherche des facteurs déterminant son efficacité constitue un défi majeur de la réflexion en gouvernance d'entreprise.

En ce sens, plusieurs théories explicatives mettent en avant le rôle central du CA dans la gouvernance des entreprises, notamment dans la définition de la stratégie de l'entreprise. Charreaux (2000) propose une classification en deux grandes approches : l'approche contractuelle dont la principale théorie est celle de l'agence (Fama et Jensen, 1983) et l'approche stratégique dont la principale perspective est celle dite cognitive (Charreaux et Wirtz, 2006 ; Wirtz, 2011). Le courant contractuel présente le CA comme étant un mécanisme devant participer à la réduction des coûts d'agence résultant d'éventuels conflits d'intérêts entre les dirigeants et les autres parties prenantes, tandis que pour le courant cognitif ou stratégique, le conseil doit faciliter le développement de stratégies conduisant à la création de valeur. Si la fonction disciplinaire du CA est qualifiée d'insuffisante au vu des nouvelles configurations organisationnelles, la perspective cognitive introduit la dimension stratégique de la création de valeur, particulièrement le rôle du CA dans la création des nouvelles

opportunités de développement (Wirtz, 2008). Dans ce courant, l'entreprise est considérée comme un répertoire de compétences clés (Rouby, 2008). L'analyse de la valeur créée devrait être comprise non seulement en termes de coûts d'agence mais également en termes d'apprentissage organisationnel et de développement de nouvelles opportunités.

L'examen des différentes études empiriques qui ont porté sur la contribution du CA à la création de valeur, nous permet de remarquer que parmi les caractéristiques analysées on retrouve la taille du conseil, sa composition et le partage des responsabilités de président et de directeur général. Pour notre part, nous allons nous pencher, en particulier, sur l'indépendance du conseil d'administration et sa taille pour cerner l'interaction entre ces caractéristiques et la performance de l'entreprise.

Figure 5 : Structure du CA et performance de l'entreprise.



Source : Adapté de Daily et Dalton (1993)⁵⁴

1. La taille du conseil d'administration et la performance de l'entreprise.

La taille est l'un des attributs essentiels du CA qui peut affecter son fonctionnement et éventuellement son efficacité. Dans la pratique, on peut constater que la taille du conseil d'administration peut varier dans des proportions non négligeables d'une entreprise à l'autre, dans la limite de la fourchette prévue par la réglementation en vigueur. Pour le cas marocain, la loi 62.00 relative à la SA prévoit dans son XX^{ème} article que le conseil d'administration doit être composé de trois membres au moins et dix-huit membres au plus⁵⁵. A l'intérieur de ces limites, le statut de l'entreprise peut fixer librement le nombre d'administrateurs. La loi laisse

⁵⁴ Daily, C. et Dalton, D. «Board of Directors Leadership and Structure: Control and Performance Implications», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 1993, p. 67

⁵⁵ Une étude du CDVM (2010) portant sur les pratiques de gouvernement des sociétés cotées à la BVC, a indiqué que la plupart de ces sociétés compte environ 9 membres dans leurs conseils d'administration.

donc une marge de manœuvre importante aux entreprises pour le choix de la taille de leurs conseils. Dans ce choix, peuvent intervenir des facteurs liés aux caractéristiques des entreprises et de leur environnement. Plusieurs auteurs ont rapporté que la taille du conseil d'administration, entre autres, reflète la situation de l'entreprise par rapport à son environnement et son choix pour certaines stratégies. Cependant, ces facteurs ne sont sans doute pas les seuls à influencer la taille des conseils. La domination du dirigeant, la structure de propriété et la taille de l'entreprise nous semblent également importantes.

1.1. La taille du conseil d'administration dans le cadre de la théorie de la dépendance aux ressources.

Les arguments en faveur des conseils de grande taille découlent principalement de la théorie de dépendance envers les ressources. Selon cette théorie, orientée vers les aspects externes de la mise en œuvre de la stratégie, le conseil d'administration permet d'améliorer les relations de l'entreprise avec son environnement et de réduire son incertitude (Wirtz, 2011). En effet, plus l'incertitude est grande, plus la prise de décision requiert davantage d'informations difficiles à obtenir. C'est à ce niveau que les conseils élargis sont appréciables dans la mesure où les nombreux administrateurs, en possession de connaissances spécifiques, sont à l'origine de transactions favorables grâce à la coordination entre entreprises, à la réduction des coûts de transaction, à un accès facilité à l'expertise et à l'amélioration de la réputation des entreprises.

En effet, dans un environnement incertain, plus la taille du conseil est grande, plus les différentes connaissances des administrateurs permettent d'améliorer la performance et d'exercer un contrôle efficace sur les dirigeants (Coles et *al.*, 2008 ; Piot, 2009).

De telle sorte que Haniffa et Hudaib (2006) s'accordent sur l'existence d'une relation positive entre la taille du conseil et la performance de l'entreprise. De même, Dalton et *al.*, (1999) concluent, suite à une méta analyse, à un sens positif de la relation entre la taille du conseil et la performance globale des entreprises, et trouvent qu'elle est plus intense pour les entreprises de grandes tailles. Plus récemment, des résultats similaires sont confirmés par les travaux d'Adams et Mehran (2008) portant sur un échantillon d'entreprises américaines, et ceux de Varshny et al. (2012) pour le cas indien, qui affirment que les entreprises ayant un conseil d'administration de grande taille réalisent de meilleures performances.

1.2. La taille du CA et les décisions de groupes.

La préférence pour les conseils de taille réduite provient des recherches sur les décisions de groupes. Celles-ci soutiennent l'idée selon laquelle les grands groupes présentent un plus grand risque de désaccord et de manque de cohésion. Au vu de ces arguments, la grande taille des conseils constitue un frein à leur réactivité et à leur bon fonctionnement. Leur aptitude à exercer une surveillance plus active des dirigeants s'en trouve alors amoindrie. Jensen (1993) affirme, à ce titre, qu'un grand nombre d'administrateurs siégeant dans un conseil rend celui-ci moins aptes à discipliner les dirigeants en raison de la difficulté d'obtenir un consensus sur les décisions importantes.

D'autres études notamment celles de Harris et Raviv (2008) et de Guest (2009), portant sur l'incidence de la taille des conseils sur la performance des entreprises, concluent à une corrélation négative. Une conclusion soutenue auparavant par Brown et Mahoney (1992) et Eisenberg et al. (1998). Au même titre, Gillet-Monjarret et Martinez (2012) estiment qu'un conseil d'administration de grande taille rend le processus de communication et de prise de décision plus lourd et plus difficile.

Il en résulte, qu'une taille réduite du conseil paraît souhaitable pour contrôler la conduite des dirigeants et garantir l'efficacité de la prise de décisions stratégiques de manière à améliorer la performance de l'entreprise (Andres et *al.*, 2005 ; Gillet-Monjarret et Martinez, 2012).

2. La controverse sur la nécessité de l'indépendance du conseil d'administration.

La théorie de l'agence suppose que plusieurs facteurs ont une influence significative sur les systèmes de contrôle de la gestion de l'entreprise, notamment la compétence des contrôleurs et leur motivation. La théorie de l'enracinement insiste sur une troisième dimension, à savoir l'indépendance des contrôleurs à l'égard des dirigeants. En effet, l'indépendance du CA est considérée comme étant la dimension la plus fondamentale de ce mécanisme et la plus étudiée en littérature. Cette littérature reconnaît, d'ailleurs, trois catégories d'administrateurs :

- *Les administrateurs internes* : composés des employés actuels de l'entreprise (de la société mère ou de l'une de ses filiales) ou anciens employés actuellement retraités ;

- *Les administrateurs externes affiliés* : ce sont ceux qui ont des relations d'affaires avec l'entreprise sans pour autant être employés de l'entreprise tels que les investisseurs, les banques, les consultants, les avocats, les principaux fournisseurs et clients ;
- *Les administrateurs externes indépendants* : ce sont ceux qui n'ont pas d'affiliation, passé ou présente, avec l'entreprise autre que leur position dans le conseil d'administration (investisseurs privés, membres du personnel d'autres firmes qui n'ont aucun rapport avec l'entreprise).

Les administrateurs de cette dernière catégorie sont considérés comme des arbitres professionnels qui évaluent la performance des gestionnaires, déterminent leurs rémunérations et les révoquent en cas de contre-performance (Boone et *al.*, 2007 ; Cozian et *al.*, 2009). Cependant, l'impact de leurs missions sur la performance s'avère être controversé. Si de nombreux commentaires ont porté sur le peu d'indépendance des membres du conseil, trop dociles pour exercer un réel contrôle des dirigeants. D'autres recherches, affirment que la présence de membres externes indépendants est particulièrement importante, parce qu'ils sont essentiellement guidés aussi bien par la protection des intérêts des actionnaires que par leurs intérêts personnels qui se résument à valoriser leur capital humain, fortement lié à leur réputation d'expert indépendant sur le marché des dirigeants (Eminet et Guedri, 2010 ; Dardour et *al.*, 2015)

2.1. L'indépendance des administrateurs : une condition primordiale de la performance.

La première vague de recherche soutenant l'indépendance du conseil d'administration remonte aux travaux de Fama (1980) et de Fama et Jensen (1983). Ils préconisent l'externalisation de la fonction pour réduire la probabilité d'entente avec les dirigeants. Dahya et *al.* (2008) adhérant à cette thèse, confirment que l'indépendance du conseil vis-à-vis des managers accroît la valeur de l'entreprise et assure un contrôle efficace des dirigeants. L'argument principal est que les administrateurs internes, recrutés parmi les salariés et les cadres de l'entreprise, ne disposeraient pas de pouvoir suffisant pour s'opposer aux décisions de leurs responsables hiérarchiques directs sans porter atteinte à leur carrière (Weisbach, 1988 ; Rosenstein et Wyatt, 1997)⁵⁶. Ainsi, comme le souligne Warther (1998), un

⁵⁶ D'après la théorie du pouvoir managérial (Malette et *al.*, 1995 ; Bebchuk et Fried, 2006), les administrateurs internes ont peu d'intérêt à s'opposer au dirigeant parce que le dirigeant est d'abord leur patron et pourrait, par la suite, sanctionner un comportement qui a desservi ses intérêts.

administrateur est loin d'être un agent indépendant nommé par les actionnaires et libre de toutes pressions managériales.

Dans ce contexte, les administrateurs externes, indépendants par nature, contribuent favorablement à un contrôle efficace des dirigeants. Ginglinger (2012) suggère que cette incitation à exercer ce contrôle et les efforts entrepris par ces administrateurs tendent à signaler aux marchés la valeur de leur capital humain, qui dépend très fortement de leur position d'expert indépendant sur le marché des dirigeants. Fama (1980) signale, à ce titre, qu'ils agissent dans l'intérêt de l'entreprise pour briguer de nouveaux mandats.

Quant aux retombés de cette présence sur la richesse actionnariale, Cotter et al. (1997), et plus récemment Al-Gharaibeh et al. (2012), soulignent que la forte présence des administrateurs indépendants est synonyme d'augmentation des dividendes distribués aux actionnaires. Ils ajoutent que pour y parvenir, ces administrateurs doivent occuper plus que la moitié des sièges au conseil. Lefort et Urzúa (2008), corroborent cette conclusion pour le cas chilien et associent l'accroissement du nombre d'administrateurs indépendants au sein du CA et la performance de la firme. Kianget Li (1999) et Black et al. (2006) rejoignent ces conclusions et approuvent sur un panel d'entreprises chinoises, pour les premiers, et coréennes pour les seconds, que la présence d'administrateurs externes favorise la réduction des coûts d'agence par le biais d'une harmonisation des intérêts entre les actionnaires et les dirigeants et par conséquent elle contribue à l'amélioration de la performance. Ces auteurs concluent en outre, que cette présence génère une hausse des rendements des investissements entrepris par l'entreprise.

2.2. L'indépendance des administrateurs pas nécessaire pour l'atteinte de la performance.

Contrairement aux suggestions de la théorie d'agence, une seconde vague de recherches menées dans le cadre de la théorie de l'intendance a nuancé l'effet positif de l'indépendance du conseil d'administration sur la performance. L'hypothèse de départ de cette théorie est la convergence des intérêts entre actionnaires et dirigeants et que ces derniers se comportent en tant que «bons intendants», motivés par un besoin d'accomplissement et par le gain de leur satisfaction intrinsèque à travers l'exécution avec succès de leur mission. De ce fait, le rôle du conseil d'administration ne pourrait, en aucun cas, s'expliquer par le motif disciplinaire.

Les supposés bienfaits de l'indépendance du CA sur la performance, sont critiquées par d'autres travaux à l'instar d'Adams et Mehran (2003) et de Horvath et Spirollari (2012) qui avancent que les entreprises dont les sièges du CA sont occupés par une proportion d'administrateurs indépendants débouchent sur de mauvais résultats. Les intérêts financiers insignifiants de ces administrateurs dans l'entreprise ne garantissant pas leur vigilance et leur implication (Dalton et *al.*, 2007). De mêmes, ils avancent que l'indépendance des administrateurs peut être compromise s'ils sont nommés par les dirigeants, ou s'ils étaient autrefois liés à l'entreprise.

D'autre part, et contrairement à l'optique des théories stratégiques de la gouvernance selon lesquelles le rôle du CA est de faciliter le développement de stratégies conduisant à la création de valeur, Goodstein, Gautam et Boeker (1994), montrent que la proportion d'administrateurs externes n'aurait pas d'effet significatif sur les changements de stratégie dans les environnements turbulents, mais mènerait plutôt l'organisation à une sorte d'inertie stratégique.

Conclusion du chapitre 1 :

Au niveau de ce premier chapitre, nous avons commencé par une revue de la littérature sur les concepts clés liés à notre problématique de recherche. L'objectif étant de poser le cadre d'analyse de l'efficacité des mécanismes de gouvernance. Dans ce sens, nous avons fait le choix de concevoir les attributs de ces mécanismes comme variables explicatives de la performance de l'entreprise. Ainsi, pour être qualifié d'efficace, un mécanisme de gouvernance donnée doit avoir un effet significatif sur le niveau de performance enregistrée par l'entreprise.

Au terme de ce chapitre, le constat de la contribution des mécanismes de gouvernance à la performance de l'entreprise, a bien été établi. Nous avons, en effet, observé que :

- Pour la structure de propriété, l'engagement de l'actionnaire dominant, favorisé par les structures concentrées, ainsi que l'activisme institutionnel dans la gouvernance des entreprises de leurs portefeuilles, et l'alignement des intérêts permis par la propriété managériale, sont tous bénéfiques à la création de valeur ; et
- Pour le conseil d'administration, les gains en efficacité attribué à la taille du conseil d'administration et à l'indépendance de ses membres, sont, pareillement, corolaires à la création de la valeur.

A la lumière de ces éléments et compte tenu de notre problématique de recherche, la question qui se pose, et qu'il convient de développer, est de savoir si les comportements discrétionnaires des dirigeants, confortés notamment par leur enracinement, sont sans effet sur les relations MGE/Performance de l'entreprise.

Chapitre 2 :

Enjeux de l'intégration de la théorie de l'enracinement dans l'analyse de l'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise.

Introduction du chapitre 2:

Au terme du chapitre précédent, nous avons posé comme cadre d'analyse de l'efficacité des mécanismes de gouvernance l'incidence qu'ils peuvent avoir sur la richesse des actionnaires. Pour ce faire, nous nous sommes fondés sur une revue de la littérature issue principalement des théories des droits de propriété, de l'agence et des coûts de transaction. Si l'on s'en tient à cette conception, ces mécanismes seraient parfaitement efficaces et les dirigeants auraient un comportement passif face à la discipline qui leur est imposée. De telle sorte qu'il subirait les systèmes disciplinaires sans véritablement pouvoir influencer leur mise en place ni réagir autrement qu'en faisant des choix permettant de maximiser la valeur actionnariale.

Toutefois, des analyses plus récentes démontrent que les systèmes de gouvernance n'étant jamais parfaits, les dirigeants possèdent une certaine latitude leur permettant d'affaiblir voire d'annihiler les mécanismes de contrôle mis en place par les actionnaires (Alexandre et Paquerot, 2000 ; Bergery, 2011).

Bien conscient des limites de cadre d'analyse évoqué précédemment, notre recherche s'est fixée pour objectif d'intégrer, dans l'analyse de l'efficacité des mécanismes de gouvernance, la dimension comportementale des dirigeants. Dans les faits, le présent chapitre, qui se veut la suite logique de notre raisonnement, est subdivisé en trois sections

- La première section fait l'examen du concept d'enracinement et des conséquences qu'il peut avoir sur la performance de l'entreprise ;
- Dans les deux sections restantes, il sera question de s'interroger sur les conséquences des stratégies d'enracinement entreprises par les dirigeants sur l'efficacité des deux mécanismes de gouvernance retenus pour l'analyse, à savoir la structure de propriété et le conseil d'administration. Pour ce faire, nous nous intéressons dans un premier temps, aux facteurs déterminants de l'efficacité du contrôle associé à chacun des deux mécanismes. Par la suite, nous nous arrêtons sur les comportements des dirigeants en réaction à chaque situation de contrôle.

Enracinement des dirigeants : Présentation, stratégies et conséquences sur la performance de l'entreprise.

En sa qualité de mandataire des différentes parties prenantes de l'entreprise, le dirigeant est tenu de se plier aux exigences des actionnaires et d'agir dans le meilleur intérêt de ces derniers sous peine de révocation. La crainte des actionnaires est que ce mandataire ait ses propres intérêts qui ne colleraient pas avec les leurs et qu'il entreprend, pour les faire aboutir, des comportements opportunistes nuisibles à la création de la richesse. C'est pourquoi, des mécanismes de contrôle, sur lesquels les deux parties s'entendent a priori, pour délimiter l'opportunisme du mandataire et atténuer l'asymétrie d'information⁵⁷.

Or, selon la théorie d'enracinement, en pratique ces mécanismes seraient incapables de contenir l'opportunisme du dirigeant. Ce dernier agirait pour en neutraliser l'effet ou profiter des limites qu'ils présentent pour s'approprier des avantages personnels plus importants, accroître sa latitude dans les choix stratégiques et, *in fine*, diminuer la probabilité qu'ils soient remplacés.

Ceci dit, pour affiner et comprendre l'impact de l'enracinement sur l'efficacité des MGE, il est nécessaire de définir, au préalable, le concept d'enracinement aussi bien que les différentes stratégies initiées par le dirigeant pour se soustraire aux mécanismes de contrôle et s'enraciner. Il s'agit, dans un deuxième temps, d'exposer les conséquences de cet enracinement sur la performance de l'entreprise telles qu'envisagées par la littérature.

I. Présentation de la notion d'enracinement.

L'enracinement est une notion relativement nouvelle dans le domaine de l'économie et de la gestion, même si le concept est connu depuis fort longtemps dans les sciences politiques. Ses soubassements théoriques s'inscrivent dans une perspective mise en évidence initialement par la théorie de l'agence.

Développée à l'origine par Shleifer et Vishny en 1989, la théorie de l'enracinement permet de mieux comprendre le comportement des dirigeants dans le cadre de la gouvernance

⁵⁷ CABY J. et HIRIGOYEN G. et *al.*, « La gestion des entreprises familiales », ECONOMICA, 2002, p. 7

d'entreprise. Cette théorie suppose que le dirigeant met en œuvre, au moyen des espaces de liberté dont il dispose par l'existence d'asymétries d'information entre lui et les actionnaires et l'affaiblissement des mécanismes disciplinaires du système de gouvernance, des stratégies pour apparaître indispensable et rendre difficile son éviction⁵⁸. Au sens large, l'enracinement du dirigeant traduit sa volonté de s'affranchir, au moins partiellement, du contrôle des actionnaires, afin de pouvoir s'octroyer des avantages personnels plus importants (soit sous forme de rémunération en espèces, soit sous forme d'avantages en nature).

Afin de comprendre le rôle joué par l'enracinement dans la création de la valeur pour les actionnaires, et sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance, il est nécessaire dans un premier temps de définir le concept, puis d'examiner les différents moyens dont peut disposer le dirigeant pour se soustraire à la discipline exercée par les mécanismes de contrôle et ainsi s'enraciner.

1. Définition et origines théoriques de l'enracinement.

L'enracinement peut être défini comme le processus qui permet au dirigeant de s'affranchir de la tutelle des actionnaires, afin de pouvoir s'octroyer des avantages personnels plus importants (Pigé, 1998 ; Gharbi et Lepers, 2008), de réduire le risque de sa révocation et accroître son pouvoir discrétionnaire (Pichard-Stanford, 2000 ; Zenou, 2006).

Les premiers développements de la théorie d'enracinement sont imputées à Shleifer et Vishny (1989) qui avancent que, pour rendre son remplacement coûteux pour les actionnaires, le dirigeant s'enracine par la réalisation d'investissements «idiosyncratiques» dont la rentabilité est conditionnée par sa présence à la tête de l'entreprise, ou bien d'investissements de visibilité réduite dont la performance est moins facilement observable. C'est cet aspect de la théorie qui revient le plus souvent dans la littérature et qui explique que les mécanismes de gouvernance ne peuvent pas remplir totalement leurs missions d'incitation, de contrôle, de surveillance ou de sanction des dirigeants. Une plus grande latitude des dirigeants permet d'affaiblir ces mécanismes dans leur rôle disciplinaire, mais ce sont aussi leurs défaillances qui fournissent aux dirigeants une plus grande liberté d'action. Dans les deux cas, les conséquences peuvent aller à l'encontre du principe d'efficacité.

Toutefois, Charreaux (1997 et 2009) conteste cette conception exclusivement pessimiste de l'enracinement. Ce dernier, se basant sur les conclusions de Castanias et Halfat (1992) et

⁵⁸ BOONE A.L. et al., « *The determinants of corporate board size and composition : An empirical analysis* », *Journal of financial economics*, Vol. 85, 2007, p. 66-101

celles de Garvey et Swan (1994), estime que l'enracinement du dirigeant n'engendrerait pas forcément l'inefficacité de l'entreprise. Son principal argument est que le dirigeant, en s'enracinant, peut chercher à se protéger contre un licenciement qui serait pour lui synonyme de perte de capital humain et d'expropriation d'une partie de la rente managériale servant à rémunérer ses capacités à entreprendre des projet rentables. Ainsi, le dirigeant serait davantage motivé à développer ses compétences managériales et à prendre les décisions stratégiques véritablement créatrices de valeur pour les actionnaires, si ces derniers lui donne des gages de stabilité pour sa place.

2. Les facteurs explicatifs de l'enracinement.

Le comportement du dirigeant est certes dépendant de son attitude et de ses aspirations mais il est aussi conditionné par le contexte et l'environnement dans lesquels il évolue. Comme il se dégage des définitions précédentes, l'enracinement des dirigeants peut être perçu comme une réaction au contrôle interne et externe. Nous nous proposons d'en présenter, dans ce qui suit, une revue des principales causes.

2.1. Défaillance des mécanismes de contrôle.

En dépit des différents mécanismes mis en place au sein des organisations, il semble que certains dirigeants demeurent à la tête de leurs entreprises malgré des niveaux de performance médiocres. Si le gouvernement d'entreprise est réellement efficace et totalement réactif, alors toute chute importante de performance devrait rapidement conduire à un changement de l'équipe dirigeante en place. Si tel n'est pas le cas, deux explications sont envisageables. La première est qu'il peut exister des poches d'inefficience au sein des organisations qui font que le statut du dirigeant est difficilement contestable. Dans ce cadre, on peut penser que celui-ci dispose d'un pouvoir discrétionnaire tellement important qu'il devient difficile pour les actionnaires de l'évincer du processus de prise de décision. Pour ce faire, le dirigeant peut utiliser divers moyens incluant, notamment, le recours à des clauses contractuelles empêchant son licenciement sans compensation importante. La seconde explication provient du fait que le manque d'homogénéité par rapport au processus de création de valeur associé aux changements de dirigeants. Les actionnaires peuvent estimer que les effets négatifs de la succession peuvent être plus importants que les effets positifs. Dans ce sens, la théorie du cercle vicieux considère le remplacement du dirigeant comme un évènement déstabilisateur qui peut rompre l'équilibre entre l'entreprise et son environnement et ainsi provoquer le

départ d'autres dirigeants, ce qui, à terme, peut entraîner la défaillance de l'entreprise (Hambrick et d'Aveni, 1992).

2.2. Les comportements des dirigeants en fin de carrières.

En fin de carrière, les arbitrages des dirigeants se modifient car la contrainte en termes de réputation s'amenuise au cours du temps et la probabilité d'avoir à se représenter sur le marché de l'emploi diminue. Les dirigeants peuvent choisir de consommer leur pouvoir sous forme d'avantages en nature ou de rémunérations. Cet accroissement de prélèvement nuit à leur réputation sur le marché de l'emploi chose qui ne constitue plus une contrainte à ce stade de leur carrière. En plus, ils sont plus enclins à accroître leur pouvoir sur les actionnaires dans le but de prolonger leur mandat au-delà de l'âge de la retraite ou de choisir le successeur qui peut être assimilé à une prolongation de leur contrat.

En outre, Les dirigeants ne sont pas incités à désigner un « bras droit » capable de leur succéder car ils augmenteraient ainsi la concurrence interne et perdraient une partie de leur pouvoir de négociation auprès des actionnaires.

2.3. L'Enracinement en réaction aux tentatives de prise de contrôle.

Loin des analyses traditionnelles des prises de contrôle qui suggèrent que celles-ci constituent le dernier recours à la disposition des actionnaires pour discipliner les dirigeants peu performant⁵⁹, ces derniers peuvent entreprendre des manœuvres des défenses anti - OPA pour contrer ou éviter ces prises de contrôle. Ces dispositifs protègent les dirigeants des sanctions disciplinaires en rendant difficile toute tentative de prise de contrôle non approuvée par eux. Dans ce cas, de telles mesures sont de nature à privilégier l'enracinement des dirigeants via le prolongement de leur mandat dans l'entreprise. En pratique, les dirigeants peuvent éviter ces prises de contrôle en transformant un des mécanismes de contrôle internes (l'actionnariat salarié par exemple) en un dispositif anti-OPA. En effet, les plans d'actionnariat salarié accordent aux dirigeants le pouvoir d'éviter des changements non désirés au niveau de la structure de contrôle et de garantir leur enracinement (Gharbi, 2007).

⁵⁹ Ce mécanisme étant particulièrement lourd et coûteux, il n'est censé intervenir qu'en dernier recours. Waish et Seward (1990) soulignent, à ce titre, que les mécanismes de contrôle externes ne se déclenchent que si les mécanismes de contrôle internes s'avèrent inefficients pour discipliner les dirigeants.

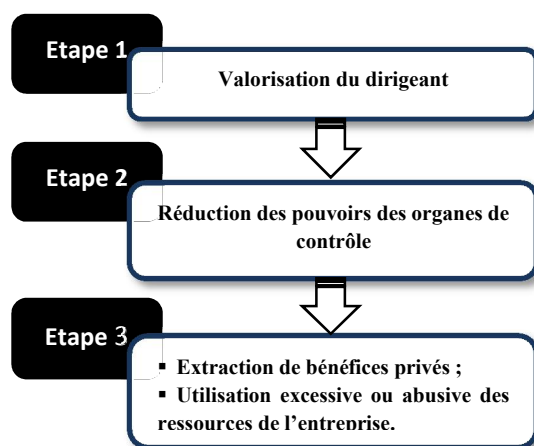
Cet actionnariat, en plus de fidéliser et motiver les salariés, permet de mieux stabiliser la structure du capital et de limiter la possibilité d'utilisation des OPA hostiles qui se concluent le plus souvent par le limogeage des dirigeants⁶⁰. A cela Gharbi et Lepers (2008) rajoutent que ce type d'actionnariat est soupçonné de dépendre fortement des dirigeants dont les décisions peuvent permettre la sauvegarde de l'emploi et du capital humain..

3. Les étapes d'enracinement et le cycle de vie du dirigeant :

Dans l'analyse des stratégies d'enracinement, il s'avère que la variable temps est un élément fondamental en raison de l'objectif principal des stratégies en question qui consiste à prévenir les risques de révocation et accroître la durée de mandat des dirigeants. En effet, avec le temps, les arbitrages des dirigeants se modifient sous contrainte de leur réputation sur le marché de travail qui s'amenuise, et de la probabilité pour eux de se représenter sur ledit marché à l'approche de l'âge de retraite. Ainsi, à l'approche de la fin de carrière, l'enracinement des dirigeants est moins contraint.

Au vu de cette dynamique dans le temps des stratégies d'enracinement, et conformément aux travaux de Paquerot (1996), ces stratégies peuvent être décomposées en trois phases : une phase de valorisation, une phase de réduction du contrôle et une phase d'augmentation de la consommation.

Figure 6 : L'enracinement et le cycle de vie du dirigeant.



Source : Adapté de la littérature.

⁶⁰ TREBUCQ S., « L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF250: un outil de création de valeur ? », Finance Contrôle Stratégie, Vol. 5 (N°4), 2002, p112

3.1. La phase de valorisation des dirigeants.

Il s'agit de la phase la plus délicate pour le dirigeant. Celui-ci, à sa nomination en poste, dispose de peu de connaissances spécifiques à l'entreprise et d'un faible pouvoir car il n'a pas eu l'occasion de nouer des contrats implicites ni d'augmenter l'asymétrie d'information avec les autres parties prenantes de l'entreprise.

Cela dit, au cours de cette phase, la gestion du dirigeant est particulièrement contrôlée et ses premières décisions sont observées attentivement et il lui est difficile d'entreprendre des investissements opportunistes dont la rentabilité est incertaine pour les propriétaires. En effet, le nouveau dirigeant, parfaitement remplaçable, adopte un comportement dit « normal » visant à satisfaire les attentes des différentes parties prenantes de l'entreprise. Il cherche à se faire écouter, se faire respecter et à asseoir son pouvoir⁶¹.

3.2. La phase de réduction des moyens de contrôle.

Au cours de cette deuxième phase, le dirigeant doit réduire l'efficacité des contrôles exercés. La bonne impression laissée lors de la précédente phase, lui confère un certain pouvoir qui lui permet d'entreprendre des investissements contraires à l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale. Il peut également accroître l'asymétrie d'information avec les différents partenaires en utilisant des contrats implicites, et en augmentant la complémentarité des actifs de l'entreprise avec son capital social. Ce qui rend l'information plus complexe à appréhender pour les partenaires ou les prétendants à son poste.

Il peut aussi cumuler les fonctions de PDG et d'administrateur (Paquerot, 1997) et se légitimer auprès des administrateurs. Cette légitimité peut aboutir en nommant, par exemple, des administrateurs internes et en ralliant des administrateurs externes qui sont supposés pouvoir mieux le contrôler (Cohen et *al.*, 2012 ; Nguyen, 2012). En plus, le nombre de mandats cumulés par le PDG est tout aussi important pour la poursuite des stratégies d'enracinement, dans la mesure où les postes de PDG antérieurement occupés enrichissent son capital humain, grâce à l'expérience accumulée et aux réseaux mis en place.

⁶¹ Gharbi et Héla (2002) parle d'un enracinement de nature légitime et surtout neutre puisqu'il n'a pas vocation à porter atteinte à la richesse des actionnaires.

Ainsi, plus le dirigeant passe de temps à la tête de l'entreprise, plus il parvient à établir des contrats implicites avec l'ensemble des partenaires. Ce qui élargit son espace discrétionnaire et accroît son avantage informationnel.

3.3. La phase d'augmentation de la consommation.

Lors de cette dernière phase, le dirigeant passe à l'augmentation de ses rémunérations et de ses avantages en nature. Ceci n'intervient qu'une fois qu'il ait suffisamment modifié l'environnement pour que le contrôle de sa gestion soit plus difficile et que les personnes chargées de l'application des sanctions ne soient plus incitées à remplir leurs fonctions du fait du coût prohibitif d'un tel comportement. Cette phase peut intervenir en même temps que la précédente, mais elle n'est pas envisageable avant la première phase du processus, celle au cours de laquelle le dirigeant crée des rentes qui lui permettent de se valoriser.

4. Les leviers d'enracinement du dirigeant :

Pour Berger et al. (1997), l'enracinement constitue la capacité des dirigeants à s'affranchir du pouvoir disciplinaire des différents mécanismes de contrôle, notamment la surveillance par le CA, les menaces de révocation ou de prise de contrôle (OPA), etc. La stratégie de neutralisation des mécanismes de contrôle est multiforme, et la littérature spécialisée en distingue trois formes essentielles :

- Les investissements spécifiques aux dirigeants ;
- La manipulation de l'information ;
- Les réseaux relationnels.

4.1. Les investissements spécifiques ou « idiosyncratiques ».

Pour se rendre indispensables auprès des actionnaires, le dirigeant assure son enracinement par la réalisation d'investissements spécifiques ou opportunistes en relation directe avec leurs formations ou leurs expériences, même si ceux-ci ne sont pas nécessairement les plus rentables pour l'entreprise. Ces investissements ont vocation à permettre au dirigeant de minimiser toute probabilité de révocation et de profiter d'un espace discrétionnaire plus important dans leurs choix stratégiques. En outre, Boot (1992) estime que les entreprises ayant des actifs très spécifiques font l'objet de moins de prises de contrôle que celles ayant des actifs moyennement spécifiques.

Dans le même ordre d'idées, Lang et Stulz, (1994) observent que, depuis les années 80, les entreprises se sont en général repositionnées sur leur métier de base ou leurs compétences distinctives et ont abandonné les stratégies de diversification tout azimut. La conjoncture a donc fait que les modèles de gestion sont passés d'un essaimage du marché à une concentration sur ce que l'entreprise fait de mieux. La focalisation des dirigeants sur leurs compétences spécifiques peut favoriser l'enracinement. D'une part, les connaissances du dirigeant constituent un facteur déterminant du processus de création de valeur. D'autre part, elles augmentent le danger d'opportunisme et d'enracinement du fait que les dirigeants peuvent profiter de leur position dominante au sein de l'organisation pour accroître de façon démesurée leur pouvoir discrétionnaire au détriment de la performance de l'entreprise.

4.2. La manipulation de l'information :

D'après Stiglitz et Eldin (1992), les dirigeants cherchent à maximiser leur revenu et profitent de leur avantage informationnel pour s'approprier des rentes, c'est-à-dire une rémunération supérieure au coût d'opportunité qu'ils supportent. Une des façons d'accroître cette rémunération est de réduire la menace constituée par les dirigeants qui sont leurs concurrents potentiels sur le marché managérial. Ils s'y prennent soit en entreprenant des investissements dont la rentabilité dépend de leurs compétences particulières ou de l'information spécifique qu'ils contrôlent, soit encore en investissant dans des activités caractérisées par une asymétrie d'information plus importante.

De même, du fait d'une certaine flexibilité offerte par les normes comptables, les dirigeants peuvent s'investir dans des activités de gestion des résultats pour moduler l'information financière à divulguer. Cette modulation consiste à opter pour des décisions comptables qui, tout en étant individuellement conformes au cadre légal, sont globalement orientées vers la réalisation d'objectifs précis. Mard et Marsat (2009) suggèrent que les dirigeants faisant face à des performances médiocres sont plus incités à surévaluer le résultat pour éviter leur révocation. Par contre, les dirigeants connaissant de bonnes performances sont plutôt motivés à sous-évaluer le résultat parce qu'une bonne performance de l'année en cours ne compense pas les mauvaises performances futures.

A ce titre, Paquerot (1997) identifie différents moyens adoptés par les dirigeants pour chercher à rendre l'appréhension de l'information très complexe :

- En modifiant les structures en place ;
- En favorisant la croissance de l'entreprise ;

- Ou en développant des contrats implicites avec l'ensemble des partenaires de l'organisation.

De son côté, Hirshleifer (1993) distingue trois catégories de manipulations de l'information :

- La première, vise à améliorer les indicateurs de performance à court terme, de façon à créer un biais de visibilité ;
- La deuxième, a pour but d'avancer l'arrivée des nouvelles favorables et de retarder celles défavorables ;
- En fin, la troisième est liée aux comportements d'imitation ou de différenciation, qui consistent soit à copier les décisions des dirigeants les plus réputés, soit à éviter d'être assimilé aux dirigeants les moins compétents.

4.3. Les réseaux relationnels :

L'autre moyen d'enracinement est celui des réseaux relationnels développés par le dirigeant. En effet, Pigé (1998) définit l'enracinement comme étant le processus de constitution de réseaux relationnels (formels ou informels) par lequel le dirigeant arrive à s'affranchir, au moins partiellement, de la tutelle de son conseil d'administration et de ses actionnaires.

Dans ce processus, le dirigeant va donc essayer de tisser un réseau relationnel avec ses collaborateurs et avec les salariés, en leur accordant des avantages en nature ou en numéraire ou encore en leur promettant des promotions abondantes.

Toutefois, si les contrats explicites peuvent permettre le développement de l'enracinement du dirigeant (Charreaux, 1997), leur cadre formel garantissant leur exécution, malgré un éventuel remplacement du dirigeant, en fait un levier d'enracinement moins efficace que les relations informelles, basées essentiellement sur le capital relationnel du dirigeant ou sur les relations de confiance (Cohen et *al.*, 2012 ; Nguyen, 2012).

Tableau 5 : Les différentes phases de la stratégie d'enracinement du dirigeant.

Phase de la stratégie d'enracinement	Objectifs	Stratégies	Effets	Incidence pour les actionnaires
Phase 1 : Valorisation	Accroître la dépendance des actionnaires	- Investissements spécifiques aux dirigeants - Développement des relations informelles - Création de rentes managériales	- Augmentation de la rentabilité de la firme - Elimination de la concurrence sur le marché de l'emploi	Profite aux actionnaires et aux partenaires de la firme
Phase 2 : Limitation du contrôle	Limiter le contrôle des actionnaires et des partenaires sur la gestion	- Accroissement de l'asymétrie d'information - Accroissement du coût du contrôle (structure complexe)	- Accroissement du coût du contrôle - Diminution de l'incitation des partenaires à contrôler la gestion	Néfaste pour la richesse des actionnaires (augmentation du coût du contrôle sur la gestion de la firme)
Phase 3 : Consommation	Consommer le pouvoir accumulé sur les partenaires	- Diversification des activités de la firme - Utilisation des ressources de la firme pour valoriser son capital humain	- Diminution de la valeur de la firme - Investissements dans des activités non rentables pour les actionnaires	Néfaste pour la richesse des actionnaires (consommation de la richesse de l'entreprise)

Source : Paquerot, (1996)⁶²

II. Impact de l'enracinement sur la performance de l'entreprise.

Selon les premiers travaux sur l'enracinement, les dirigeants cherchent à s'enrichir au détriment des autres parties prenantes. Ainsi, dans la vision disciplinaire de la gouvernance, l'enracinement est perçu négativement, car il engendre des coûts supplémentaires et conduit à des investissements non optimaux. Par exemple, la divergence d'horizon temporel avec les actionnaires peut affecter les décisions du dirigeant. Celui-ci en fin de carrière ou la durée limitée de son mandat dans l'entreprise, peuvent l'amener à préférer les investissements à moyen et court terme au détriment des investissements à long terme afin d'améliorer les résultats comptables de la société et pouvoir bénéficier d'une rémunération plus conséquente (Matta, 2009).

L'interrogation sur l'origine de la rente organisationnelle conduit à mettre en avant le rôle du capital managérial associé aux compétences spécifiques des dirigeants (Wirtz, 2006). En privilégiant le rôle des compétences spécifiques du dirigeant dans la création de rentes,

⁶² PAQUEROT M., « L'enracinement des dirigeants et ses effets », Revue Française de Gestion, n°111, 1996, p.212-225.

Castanias et Hel fat (1991) révisent positivement l'analyse de l'enracinement. Contrairement à l'interprétation la plus fréquente, les stratégies d'enracinement n'apparaissent plus nécessairement comme destructrices de valeur. En réduisant le risque d'éviction, l'enracinement incite le dirigeant à accroître son investissement en capital humain spécifique à l'entreprise ce qui peut avoir des effets favorables sur la rente organisationnelle. La question est alors de protéger le capital managérial, en permettant aux dirigeants de créer des rentes par leurs décisions stratégiques et opérationnelles, ce qui est bénéfique pour l'ensemble des autres parties prenantes (Crossland et Hambrick, 2007 ; Charreaux, 2009).

Avant d'exposer davantage de détails sur la littérature traitant le lien entre l'enracinement et la performance de l'entreprise, il convient de préciser la représentation des comportements du dirigeant dans les théories de gouvernance d'entreprise.

1. Représentation du comportement du dirigeant dans les théories de gouvernance d'entreprise.

Les théories des droits de propriété, de l'agence et des coûts de transaction ont mis en lumière les conflits d'intérêts pouvant exister entre les différentes parties prenantes de l'entreprise, en particulier la relation actionnaires-dirigeants. Dans cette relation conflictuelle, ces théories prennent insuffisamment en compte le caractère incomplet des marchés et des contrats et supposent que les dirigeants ont un comportement passif (Charreaux, 1996).

Cette approche naïve qui pose l'apriori d'un comportement passif des dirigeants face aux mécanismes disciplinaires, est loin d'être convaincante. Des analyses récentes retiennent, a contrario, l'hypothèse d'un comportement actif des dirigeants et le rôle central qu'ils jouent dans l'entreprise. Ces analyses, contrairement aux précédentes, attribuent un rôle central aux dirigeants. Elles s'inscrivent dans une logique d'enracinement du dirigeant au sein de son entreprise, visant à préserver ou à élargir leur espace discrétionnaire.

1.1. Le comportement passif des dirigeants.

Dans cette approche, le dirigeant a un rôle essentiellement passif. Il est considéré comme simple partie prenante à la coalition des actionnaires. De telle sorte qu'il subit les systèmes disciplinaires sans véritablement pouvoir exercer de rôle davantage actif ou constructif. Celui-ci ne pouvant ni influencer leur mise en place ni réagir autrement qu'en faisant des choix permettant de maximiser la valeur actionnariale (Jensen et Meckling, 1976 ; d'Alchian et

Demsetz, 1972). Cette représentation se justifie d'une certaine manière par le recours au principe d'efficacité selon lequel seules les formes organisationnelles efficaces sont supposées survivre. De telle sorte que dans un système où les mécanismes disciplinaires sont parfaitement efficaces, les actionnaires sont assurés que l'entreprise ne sera pas détournée à leur détriment. Cette perception superficielle se contente de vérifier l'incidence de la mise en place ou de l'exécution des mécanismes disciplinaires sur la richesse des actionnaires, sans véritablement s'interroger ni sur leur efficacité réelle, ni sur les voies par lesquelles ils agissent, ni sur leur adéquation par rapport à l'objectif disciplinaire invoqué.

Il apparaît, ainsi, que le rôle des dirigeants est réduit au minimum, comme le rappelle Charreaux qui souligne à ce titre que « *Dans les premiers travaux, l'attitude des dirigeants relativement aux mécanismes est le plus souvent passée sous silence. On ignore si les mécanismes s'imposent aux dirigeants ou s'ils sont mis en place avec leur accord, voire à leur initiative.* »⁶³.

1.2. Comportement actif des dirigeants et stratégie interne d'enracinement.

Les théories fondées sur un comportement passif des dirigeants prennent insuffisamment en compte l'incomplétude des marchés et des contrats (Charreaux, 1996). Cette incomplétude donne toute son importance à la notion de latitude managériale, les dirigeants étant chargés de prendre les décisions d'ajustement. L'opportunisme de ces derniers ne peut s'exprimer que s'ils disposent d'un pouvoir discrétionnaire, observable uniquement en cas d'imperfection des mécanismes disciplinaires. Ces mécanismes n'étant jamais parfaits, les dirigeants disposent d'une certaine latitude leur permettant de choisir certaines options, notamment des stratégies d'enracinement qui favorisent leur utilité personnelle. Ce qui laisse supposer qu'ils sont actifs face aux mécanismes qui les contrôlent.

En effet, face à la conception précédente, qui pose l'*apriori* d'un comportement passif des dirigeants face aux mécanismes disciplinaires, des analyses plus récentes ont expliqué comment des mécanismes supposés renforcer l'efficacité des organisations peuvent être utilisés par les acteurs pour s'enraciner dans leurs fonctions (Alexandre et Paquerot, 2000 ; Bergery, 2011).

⁶³ CHARREAUX G., « Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises », *Revue Française de Gestion*, N° 111, 1996, p. 50-64,

Toutefois, si la plupart de ces analyses s'inscrivent dans une perspective d'inefficacité des dispositifs de contrôle et de volonté d'exproprier certaines catégories de parties prenantes au profit des dirigeants, l'hypothèse de l'activisme managérial, peut également s'accorder au principe d'efficacité comme le soulignent Crossland et Hambrick (2007) et Charreaux (2009). L'enracinement n'est, donc, pas nécessairement incompatible avec l'efficacité organisationnelle, que ce soit du seul point de vue des actionnaires ou plus largement de l'ensemble des partenaires de l'entreprise.

2. L'enracinement, contraire à la performance de l'entreprise.

Dans cette conception de l'enracinement, le comportement actif du dirigeant procède d'une analyse de son simple opportunisme, celui-ci est considéré par Joffre comme étant un acteur *«égoïste, paresseux, peu digne de confiance et à la recherche de son intérêt personnel»*⁶⁴. En effet, dans les premiers travaux sur l'enracinement, les dirigeants cherchent à s'enrichir au détriment des autres parties prenantes. Aussi, dans la vision disciplinaire, l'enracinement est vu négativement, car il engendre des coûts supplémentaires et conduit à des investissements non optimaux.

Selon la théorie de l'agence, la latitude du dirigeant pour définir la politique d'investissement de l'entreprise, peut être utilisée par ce dernier pour faire preuve d'opportunisme en réduisant son effort ou en s'enrichissant au détriment de ses mandataires. En effet, les dirigeants ont tendance à se préoccuper plus du court terme que du long terme, et à privilégier les aspects financiers aux dépens des aspects stratégiques (Colot, 2007).

De même, la théorie des coûts de transaction soulève le phénomène de sélection adverse et d'aléa moral initié par le dirigeant. Ce dernier profite de sa position centrale pour contrôler ou dissimuler l'information transmise aux actionnaires et nécessaire à leur mission de contrôle.

Dans ce cadre, Stiglitz et Edlin (1992) avancent que dans sa quête de maximisation de ses revenus, le dirigeant peut profiter de son avantage informationnel pour s'approprier davantage de rentes et de réduire la menace constituée par des rivaux potentiels. Une des façons d'y parvenir est d'entreprendre des investissements dont la rentabilité dépendrait de l'information spécifique qu'il détient ou qui dépend de ses compétences particulières, soit encore en

⁶⁴ JOFFRE P., « L'économie des coûts de transaction ou le marché et l'entreprise à la fin du XX^e siècle » De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI^e siècle, Koenig G. (Dir.), Economica, 1999, p. 143-170.

investissant dans des activités à forte asymétrie d'information. Ces investissements, se caractérisant le plus souvent par un manque de visibilité, sont synonyme de destruction de valeur pour les actionnaires, étant donné que les rentes secrétées, ainsi que leur appropriation, dépendent de cette visibilité qui fait défaut.

3. L'enracinement compatible avec l'efficacité.

Par opposition à l'analyse traditionnelle du comportement opportuniste des dirigeants à travers la théorie de l'enracinement, une littérature de plus en plus importante fait référence au fait que les stratégies d'enracinement des dirigeants ne sont pas toujours synonyme de destruction de valeur.

Pichard-Stamford (2002), Crossland et Hambrick (2007) et Charreaux (2009), estiment que l'enracinement des dirigeants n'a pas nécessairement de conséquences négatives sur la richesse des actionnaires. Bien au contraire, il constitue souvent le préalable nécessaire pour inciter le dirigeant à s'investir dans la construction du capital humain spécifique à l'entreprise ce qui se trouve être à l'origine des rentes managériales. Ainsi, contrairement à la théorie de l'agence traditionnellement centrée sur les conflits d'intérêts, le modèle de la rente managériale privilégie l'alignement des intérêts et met en avant les capacités des dirigeants à créer des rentes par leurs décisions stratégiques et opérationnelles.

D'un autre côté, cette vision suppose que les caractéristiques des dirigeants devraient, au moins partiellement, expliquer la performance de l'entreprise et ses résultats organisationnels à travers leur influence sur les choix stratégiques. Le niveau de performance de l'entreprise devient par conséquent un reflet de la singularité du dirigeant, d'où une approche de la valorisation du dirigeant tendant à souligner une valeur spécifique (Donaldson et Davis, 1991). De par sa position unique dans l'organisation, ses compétences et facultés cognitives, le dirigeant est en mesure d'influencer les choix stratégiques de l'entreprises et par voie de conséquence sa performance.

Par ailleurs, selon la théorie de l'intendance, les dirigeants en tant qu'intendants « *stewards* », ont besoin d'avoir en mains libres afin d'apporter dans leurs fonctions toute la motivation intrinsèque qu'ils ont naturellement. Loin d'être opportunistes, ils ont pour vocation de contribuer au développement à long terme de l'entreprise tout en servant l'intérêt général (Davis et *al.*, 1997). Cette conjonction d'intérêts est potentiellement profitable aux actionnaires par l'amélioration des dividendes perçues et du cours de leurs titres. En

conséquence, la théorie de l'intendance se fonde sur une réflexion éthique qui vise l'intérêt général. La relation principal-dirigeant est basée sur la confiance et que ce dernier peut tirer une satisfaction personnelle de la réussite même de l'organisation qu'il dirige.

De même, selon les travaux sur la réputation, l'objectif d'un dirigeant est d'accroître sa réputation pour mieux valoriser son capital humain et élargir ses horizons managériaux, dans une optique le plus souvent de carrière externe, bien qu'une bonne réputation puisse également servir ses intérêts d'enracinement en dissuadant les actionnaires de le remplacer et en renforçant ses pouvoirs à l'intérieur de l'entreprise (Paquerot, 1996). Ainsi, le comportement des dirigeants serait orienté non plus par le souci de se rendre irremplaçables, mais par le souhait de pouvoir quitter l'entreprise et se valoriser au mieux sur le marché des dirigeants. Dans ce sens, Holmström (1999) avance que les dirigeants perçoivent la performance de l'entreprise comme un signal de productivité susceptible de maximiser la valeur de leur réputation, une incitation à la performance qui revient également dans les travaux de Cappelli et Hamori (2005) qui font référence au rôle de la réputation des dirigeants dans la résolution des problèmes d'agence par l'alignement des intérêts.

Impact de l'enracinement sur l'efficacité de la structure de propriété.

Tout au long des développements précédents, nous avons mis en évidence, que sous certaines conditions, la structure de propriété constitue un système d'incitation et de contrôle capable de contraindre les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires. Cette conception a, toutefois, été nuancée par la théorie de l'enracinement qui montre comment les dirigeants réagissent pour se soustraire à la discipline qui leur est imposée en ayant recours à des stratégies défensives qu'ils mobilisent pour affaiblir les mécanismes en question voir de les neutraliser.

Au cours de cette section, nous essayons de comprendre comment les stratégies d'enracinement entreprises par les dirigeants peuvent impacter l'efficacité du rôle joué par la structure de propriété dans la gouvernance des entreprises. Pour ce fait, nous allons subdiviser cette section en trois parties correspondant chacune à une des caractéristiques de la structure de propriété étudiées, à savoir : la concentration de la propriété, la propriété institutionnelle et la propriété managériale. Nous allons ainsi, pour chacune de ces parties, nous intéresser aux facteurs déterminants de l'efficacité du contrôle associé, puis nous arrêter sur les comportements des dirigeants en réaction à chaque situation de contrôle.

I. Impact de l'enracinement sur l'efficacité de la concentration de la propriété.

Généralement, la présence d'un actionnaire principal détenant une part significative du capital constitue un outil efficace de contrôle des dirigeants et un moyen pour converger leurs intérêts avec ceux des autres actionnaires (Shleifer et Vishny, 1986). En effet, dans une entreprise dont le capital est très dispersé, aucun des propriétaires n'est incité à investir dans le contrôle des dirigeants car il sera seul à en supporter le coût alors que l'ensemble des actionnaires bénéficiera de cette action (Zéghal et *al.*, 2005). En outre, Sikavica (2010) estime que les entreprises qui sont caractérisées par la présence de gros actionnaires ont tendance à remplacer les dirigeants à cause de leurs mauvaises prestations.

Toutefois, même si la concentration du capital est considérée comme un gage d'efficacité et un outil du contrôle des dirigeants, plusieurs chercheurs n'ont pas constaté son influence positive sur la performance de l'entreprise. A cet effet, la théorie de l'enracinement essaie de

montrer comment des acteurs ou des modes organisationnels qui ne sont pas efficaces continuent d'exister sur des marchés supposés concurrentiels (Hill et Jones, 1992), et également comment des mécanismes supposés renforcer l'efficacité des organisations peuvent être utilisés par les acteurs pour s'enraciner dans leurs fonctions (Alexandre et Paquerot, 2000). Dans une telle éventualité, le capital concentré peut amener les actionnaires majoritaires à exercer leur pouvoir discrétionnaire aux dépens des intérêts des actionnaires minoritaires (Shleifer et Vishny, 1997 ; Margaritis et Psillaki, 2010 ; Mard et *al.*, 2014). Ce qui ne permet pas aux actionnaires de s'assurer que la gestion sera effectuée conformément à l'intérêt social et au leur, et non dans le but de servir uniquement les objectifs personnels de l'homme fort de l'entreprise. On trouve des applications de ce modèle dans les entreprises familiales. Le dirigeant familial qui disposerait alors d'une latitude suffisante pour choisir la politique d'investissement permettant de maximiser la création de valeur (Charreaux et Desbrières, 1997). Cela se traduirait par une politique de faible distribution de dividendes (Pablo et González, 2010) et une volonté de transmettre et de faire fructifier l'héritage familiale. D'un autre côté, comme le suggère la théorie de l'enracinement, les dirigeants possédant une majorité du capital échappent à tout contrôle, ce qui peut conduire à une gestion de l'entreprise en fonction d'objectifs contraires à la maximisation de la valeur de l'entreprise. La concentration de la propriété dans les mains des dirigeants pourrait alors être à l'origine d'une inefficacité éventuelle de l'entreprise.

Au final, dans ce qui suit, Il sera question de mettre en exergue les facteurs explicatifs de l'implication des actionnaires majoritaires dans le contrôle des dirigeants et d'exposer, par la suite, les comportements des dirigeants face à une structure concentrée.

1. Les déterminants de l'implication de l'actionnaire principal dans le contrôle du dirigeant.

Selon la théorie de l'agence, plus la structure de propriété est dispersée, plus les coûts d'agence sont élevés (Jensen et Meckling, 1976). Cela signifierait que la présence d'actionnaires dominants serait bénéfique, car ils tendent à s'engager dans des activités de surveillance plus étroites, qui ont pour résultat une structure de gouvernance plus efficace devant mener à une plus grande valeur pour les actionnaires (Boubaker et El Houcine, 2013 ; Ducassy et Guyot, 2017).

Toutefois, des résultats plus récents, notamment ceux de Dalton et al. (2003), conclut qu'il existe peu de relation systématique entre le niveau de propriété et la performance aux États-Unis, ce que ces auteurs imputent à la nature même de l'actionnaire. En effet, Aux États-Unis, l'actionnaire dominant est habituellement un investisseur individuel ou institutionnel qui ne détient pas le contrôle et ne participe pas directement à la gestion de l'entreprise. Autre part, on peut trouver d'autres types d'actionnaires dominants qui participent à la gestion et/ou qui contrôle la société.

D'un autre côté, le degré d'implication du contrôleur majoritaire soulève le problème de la répartition du surplus de rente générée par l'activité de contrôle. En effet, tout actionnaire non dirigeant qui prend l'initiative de contrôler le dirigeant supporte l'intégralité du coût du contrôle, mais n'en bénéficie qu'à la hauteur de sa participation au capital. Au contraire, un actionnaire qui n'engage pas d'effort de contrôle ne supporte pas de coûts correspondants, et bénéficie des efforts des autres actionnaires, il agirait ainsi en passager clandestin.

1.1. La question de répartition de la rente organisationnelle.

La logique des choses fait qu'en raison de leur comportement passif, les actionnaires simples investisseurs financiers, ne devraient être rémunérés qu'à hauteur du risque financier qu'ils assument, rémunération déterminée sur le marché des fonds risqués. Toutefois, cette conclusion soulève deux principaux problèmes :

- Elle suppose que les autres parties prenantes (actionnaires, salariés, dirigeants) ne supportent pas les conséquences de l'incertitude. Dans le cas contraire, selon l'approche partenariale, ces actionnaires passifs, peuvent également prétendre à une partie de la rente organisationnelle, ce qui complique l'analyse et la résolution du problème de la répartition de richesse créée d'autant plus que ce sont les autres parties prenantes qui ont le plus concouru à sa formation ;
- D'un autre côté, si on suppose que les parties prenantes non-actionnaires et les actionnaires minoritaires n'encourent pas de risque résiduel, dans la mesure où ils sont rémunérés au prix d'équilibre sur les différents marchés des facteurs de production, la rente est censée profiter aux acteurs supportant l'incertitude, à savoir les actionnaires majoritaires et les dirigeants. Toutefois, la mise en œuvre d'une telle solution est conditionnée par la défalcation de la rémunération du risque financier évaluable de celle de l'incertitude non évaluable. Faute de pouvoir le faire, on se trouve confronté au traditionnel problème de conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants ou entre

actionnaires minoritaires et actionnaires dominants. Ajoutons, cependant, que la possibilité de séparer les deux types de rémunération poserait la question de l'identité des agents à même de supporter les conséquences de l'incertitude (par opposition au risque évaluable), associée aux plus forts aléas.

1.2. La nature de l'actionnaire principal.

S'il est communément admis que l'implication des actionnaires dans le contrôle de la gestion des dirigeants évolue avec le pourcentage des actions détenues. Plusieurs arguments plaident en faveur de l'importance la nature de l'actionnaire dans l'explication de son activisme.

D'abord, la nature de l'actionnaire principal exerce une incidence notable sur le comportement de l'entreprise face au risque. Les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants trouvant leur origine dans les divergences en terme d'aversion au risque et d'horizon de planification entre les deux parties (Aretz et *al.*, 2007). Les actionnaires, ayant un portefeuille diversifié, sont prêts à supporter un niveau de risque plus élevé que celui des dirigeants. Une affirmation à laquelle certains détenteurs de blocs de contrôle peuvent faire exception à l'instar des actionnaires individus ou institutionnel dont la composition des portefeuilles est souvent faiblement diversifiés notamment pour les individus.

Ensuite, l'implication au contrôle peut être différente d'un propriétaire à un autre. En effet, les motivations d'un Etat actionnaire en matière d'investissement sont différentes de celles d'un actionnaire institutionnel ou celle d'une famille dominatrice.

Enfin, l'importance de l'identité de l'actionnaire majoritaire peut également influencer les coûts d'agence par l'efficacité de la surveillance des dirigeants. De telle façon que les actionnaires financiers ou institutionnels, de part les ressources importantes dont ils disposent par rapport aux actionnaires individuels et de leur meilleure capacité à accéder aux informations disponibles, bénéficient de plusieurs avantages leur permettant d'exercer le contrôle des dirigeants au moindre coût.

2. Comportement du dirigeant en présence d'une structure concentrée.

Si la concentration de la propriété entre les mains d'un actionnaire principal, est synonyme pour le dirigeant d'un contrôle étroit, celle-ci soulève une double problématique. La première est que même si la forte concentration neutralise les couts d'agence classique,

ceux-ci sont vite remplacés par des conflits d'agence entre l'actionnaire majoritaire et les actionnaires minoritaires. Dans la seconde, un contrôle trop étroit risque de réduire la capacité d'initiative du dirigeant et sa motivation à s'investir dans la construction du capital humain spécifique à l'entreprise qui est à l'origine des rentes managériales.

2.1. Le dirigeant enraciné, levier de l'opportunisme de l'actionnaire majoritaire.

Lorsque l'entreprise est contrôlée par un actionnaire majoritaire, le conflit d'agence traditionnel entre actionnaires et dirigeant disparaît ou du moins est atténué. Le détenteur de bloc important d'actions défend souvent ses propres intérêts, lesquels ne coïncideraient pas forcément avec les intérêts des autres actionnaires (Harada et Nguyen, 2012). Le pouvoir qu'il détient lui permet de contrôler totalement le dirigeant et de lui imposer ses préférences même si celles-ci sont contraires à l'intérêt général (Khanchel, 2007 ; Batteau, 2009).

Le dirigeant serait ainsi amené à favoriser l'expropriation des actionnaires minoritaires par l'extraction de bénéfices privés au profit de l'actionnaire dominant. Il passera, par exemple, par des manipulations comptables censées occulter les performances réelles de l'entreprise afin d'induire en erreur les actionnaires minoritaires (Ali *et al.*, 2007).

2.2. Le dirigeant familial, soutien de l'opportunisme familial.

Les études empiriques menées par Anderson et Reeb (2003) ainsi que par Maury (2005) démontrent que l'impact positif de la structure de propriété familiale sur la performance de l'entreprise n'est pas durable dans la mesure où cet effet décroît à partir d'un certain niveau de propriété. Cette dégradation, les auteurs, l'impute à des phénomènes de népotisme et d'opportunismes, susceptibles de surgir chez le dirigeant impliquant un comportement de maximisation de l'utilité familiale au détriment de l'intérêt global. En effet, le dirigeant, appartenant à une famille dominatrice, pourrait être tenté de satisfaire l'intérêt familial aux dépens de la pérennité de l'entreprise, et ce par le détournement de la richesse et l'appropriation de bénéfices privés, ainsi que par le détournement des investissements à des fins personnelles et le rejet d'investissements non conforme à l'intérêt familial (Morck *et al.*, 1988).

La confirmation empirique provient d'abord de Gallo et Vilaseca (1998) qui constatent que lorsque le dirigeant est à même d'influencer la stratégie future de l'entreprise, le fait que celui-ci ne soit pas membre de la famille permet d'assurer une performance supérieure.

Ensuite, les travaux de Gomea-Mejia et *al.* (2001) qui montrent que les coûts engendrés par un dirigeant enraciné peuvent être d'autant plus négatifs pour les entreprises familiales que pour les sociétés non familiales.

En outre, selon Aman (2003), le contrôle est nettement plus difficile dans une entreprise familiale car la nature des relations familiales risque de biaiser les perceptions de la famille quant aux compétences du dirigeant. En plus, la présence d'une famille dominatrice, est potentiellement nuisible à l'exercice disciplinaire par les marchés. En effet, la sélection des dirigeants de remplacement devient limitée et la contestation de la famille serait inopérante.

2.3. L'opportunisme du dirigeant propriétaire majoritaire.

En dépit du soutien théorique et pratique, la contribution de la concentration à la performance peut s'avérer négative, notamment dans la situation d'une forte propriété managériale impliquant l'augmentation des coûts associés à l'enracinement du dirigeant (Charreaux, 2008). En effet, la concentration du capital dans les mains du dirigeant signifie, le plus souvent, l'impossibilité pour les autres actionnaires d'intenter toute tentative de révocation en cas de mauvaise performance. Cette domination s'étend aussi bien aux assemblées d'actionnaires et indirectement, qu'à l'ensemble des décisions prises par l'entreprise. Ces comportements opportunistes seront d'autant plus accentués s'il s'agit du dirigeant fondateur. Ce dernier, arrivé en fin de carrière, pourrait être amené à consommer son pouvoir en augmentant sa rémunération et ses avantages en nature.

Il apparaît, ainsi, que quel que soit la nature de l'actionnaire dominant (simple actionnaire, famille ou le dirigeant lui-même), l'enracinement du dirigeant favorise l'opportunisme du propriétaire principal.

II. Impact de l'enracinement sur la contribution de l'actionnariat institutionnel dans le système de gouvernance d'entreprise.

D'un point de vue théorique, l'influence des investisseurs institutionnels (II) sur la gouvernance des entreprises et leur performance est ambiguë (Sahut et Gharbi, 2011). Elle est supposée être positive dans la mesure où, contrairement aux petits porteurs, les II disposent de l'expertise et des moyens pour se faire entendre et surtout lorsque le coût de leur activisme est inférieur aux avantages qu'ils peuvent en tirer. En effet, en tant que propriétaire, tout investisseur institutionnel a l'obligation de jouer un rôle dans le gouvernement de l'entreprise

(la théorie des droits de propriété). Toutefois, certains ne peuvent pas assumer ce rôle à cause de raisons multiples. D'une part, la thèse de la sur réglementation a été avancée par certains auteurs, qui soutiennent que les investisseurs institutionnels font face à des contraintes réglementaires importantes qui limitent leur interventionnisme à l'égard des entreprises et les incitent à conserver une attitude passive. D'autre part, d'autres auteurs considèrent que l'activisme des investisseurs est plutôt freiné par des entraves en rapport avec la taille et l'horizon de leur investissement. En effet, lorsqu'ils ne détiennent pas des investissements de taille et orientés à moyen ou long terme, ces investisseurs sont moins incités à participer au processus de gouvernance.

En plus de ces contraintes freinant l'activisme de ces investisseurs dans le contrôle des dirigeants. Les liens étroits qu'ils entretiennent avec les entreprises où ils investissent peuvent faire en sorte qu'ils soient moins enclins à s'opposer aux propositions des dirigeants (Sahut et Gharbi, 2010). Cette connivence est d'autant plus plausible lorsque les dirigeants dominent les autres mécanismes de contrôle, notamment l'information.

1. Les facteurs explicatifs de l'implication des II dans le contrôle des dirigeants.

De façon générale, les investisseurs institutionnels, comme tous les autres actionnaires minoritaires, n'ont pas vocation à intervenir directement dans la gestion opérationnelle ou les orientations stratégiques des entreprises. Leur priorité est la valorisation maximale de leur portefeuille. De telle sorte qu'il n'est pas question de s'impliquer d'une manière quelconque dans la gestion des entreprises faisant partie occasionnellement du portefeuille géré. Le plus simple étant de se débarrasser des valeurs ne générant plus de rendements satisfaisants. Une telle approche d'action a pu être désignée sous le nom de «*Wall Street Rule* »⁶⁵.

Toutefois, la littérature spécialisée met en évidence divers facteurs pour expliquer le comportement plus ou moins actif de ces investisseurs. En effet, l'hétérogénéité de l'activisme des investisseurs institutionnels, peut s'expliquer en grande partie par des différences d'horizon d'investissement, de la taille et nature des investissements ou du cadre réglementaire.

⁶⁵ GUERCIO D. D. et HAWKINS J., « *The motivation and impact of pension fund activism* », *Journal of Financial Economics*, n°52, 1999, p. 293.

1.1. La nature de l'investisseur et son horizon d'investissement.

Selon Sahut et Gharbi (2011), le rôle des investisseurs institutionnels dans le système de gouvernance dépend fortement de leurs caractéristiques intrinsèques ayant trait à leur stratégie et à leur horizon d'investissement. De telle sorte que les banques, les fonds d'investissements et les caisses de retraite sont plus susceptibles d'intervenir dans les questions relatives à la gouvernance que les gestionnaires de fonds communs de placement et les compagnies d'assurance dont l'horizon d'investissement est plus court.

D'autres études ont confirmé cette distinction, notamment Brickley, Lease et Smith (1988) qui ont montré que les sociétés bancaires et d'assurances ont plus tendance à voter de manière conforme aux propositions de la direction générale que les fonds de pension.

Bughin et *al.* (2011), précisent que ces investisseurs passagers contribuent peu à l'amélioration des performances et des systèmes de gouvernance. Cette passivité se traduit par une stratégie de défection qui consiste en la vente des participations détenues en cas de mauvaise performance ou de désaccord avec le management de l'entreprise.

Toutefois, les baisses de cours que peuvent engendrer ces désengagements, semble constituer un moyen de contrôle de type financier qui s'opère plutôt ex-post (Morin et Rigamonti, 2002). De telle sorte que le cours boursier fait office de frein qui conditionne les comportements des investisseurs institutionnels en favorisant le maintien des participations.

1.2. Relation entre la part du capital détenue et le degré d'activisme.

Le point de vue opposé considère que le poids de plus en plus important des investisseurs institutionnels sur les places financières rend l'option de sortie difficile à mettre en œuvre. Le risque de pertes considérables suite à la vente de blocs d'actions confine ces investisseurs dans une relation à moyen ou long terme avec l'entreprise. L'attitude active des investisseurs institutionnels sera ainsi d'autant plus nette qu'ils détiendront une part importante du capital et qu'ils auront de ce fait du mal de se désengager promptement.

Car, selon Bughin et *al.* (2011), ils ne se perçoivent plus comme simple gestionnaire de fonds, dans le sens décrit plus haut, mais comme des propriétaires qui détiennent des actions et qui doivent effectuer un travail de supervision à l'égard des politiques et des décisions des dirigeants.

1.3. Le comportement des II conditionné par le cadre réglementaire.

Selon la thèse dominante dans le domaine de recherche *law and finance*, le droit influence l'économie et la finance via la qualité des règles juridiques. Pourtant, si l'origine et l'évolution des systèmes juridiques rependent le plus souvent aux pressions des demandeurs de ces règles, notamment les II, certaines règles du droit des sociétés et des valeurs mobilières peuvent restreindre l'activisme de ces investisseurs. En effet, dans le cadre de leurs activités, les II doivent se plier aux règles édictées par leurs lois constitutives ainsi qu'à la réglementation générale du droit des sociétés et des valeurs mobilières.

Selon la thèse de la surréglementation, souvent avancée pour expliquer les raisons de l'attitude passive des II, un cadre réglementaire trop étroit peut limiter l'activisme de ces investisseurs à l'égard des entreprises et les incite à conserver une attitude passive. Il est donc nécessaire de procéder à une réduction des barrières légales qui limitent l'activisme des investisseurs afin de faciliter la surveillance des entreprises.

1.3.1. La fragmentation des participations institutionnelles.

Parmi les principales contraintes réglementaires, auxquelles font face les II, les auteurs qui soutiennent la thèse de la surréglementation avancent la réglementation des activités de placement imposant des limites relatives à la portion des actifs que les investisseurs peuvent placer dans des titres d'entreprises, de même qu'au niveau des investissements qu'ils peuvent effectuer dans des secteurs particuliers.

Selon Roe, l'origine de ces contraintes remonte à la fin du XIX^e siècle, alors que prévalait aux Etats-Unis une idéologie populiste caractérisée par la méfiance des citoyens à l'égard de la concentration du pouvoir économique. La convergence de pressions politiques émanant de divers groupes d'intérêts a mené à l'adoption de contraintes réglementaires favorisant la fragmentation du pouvoir économique des II afin d'éviter qu'ils ne prennent le contrôle du secteur industriel. Ces réglementations demeurent, selon l'auteur, en place jusqu'à nos jours en grande partie grâce au soutien des dirigeants des grandes entreprises, méfiants du pouvoir des marchés financiers.

1.3.2. Contraintes indirectes du droit des sociétés et des valeurs mobilières.

D'après les tenants de la thèse de la surréglementation, certaines règles du droit des sociétés et des valeurs mobilières peuvent restreindre l'activisme des II. En fait, les contraintes les plus fréquemment citées sont la réglementation des déclarations et des transactions d'initiés et la réglementation des offres publiques d'achat.

La première soulève des difficultés particulières pour les II désirant effectuer des investissements importants ou adopter une attitude activiste à l'égard des entreprises dont ils détiennent les titres. En effet, l'acquisition du statut d'initié revêt certaines obligations pour l'investisseur, dont celle de produire des déclarations indiquant l'étendue de son intérêt dans les valeurs mobilières. Ces déclarations doivent être mises à jour chaque fois que son intérêt change. De telle manière, qu'un investisseur institutionnel initié auprès d'une entreprise doit, après avoir fait une première déclaration d'initié, effectuer la mise à jour de cette déclaration chaque fois qu'il effectue une transaction sur les titres de l'entreprise. En outre, les initiés ne peuvent pas réaliser des opérations sur les titres lorsqu'ils disposent d'une information privilégiée relative et ces titres, ni communiquer cette information, sans s'exposer à des sanctions de nature administrative, civile ou pénale.

La seconde contrainte, relative aux règles des offres publiques d'achat (OPA), influencent également le comportement des investisseurs institutionnels en rendant onéreuse l'acquisition de participations importantes dans les titres des entreprises et la coordination de leurs actions.

2. Les leviers d'influence des II par les dirigeants.

Selon la théorie des droits de propriété, tout propriétaire, y compris les II, a l'obligation de jouer un rôle dans le gouvernement de l'entreprise. Toutefois, Heard (1987) souligne que certains actionnaires se trouvent dans l'impossibilité d'assurer ce rôle en raison des conflits d'intérêts qui peuvent avoir suite aux relations qu'ils entretiennent avec les dirigeants des. Ainsi, les liens étroits qu'ils entretiennent avec les entreprises où ils investissent peuvent faire en sorte qu'ils soient moins enclins à s'opposer aux propositions des dirigeants (Sahut et Gharbi, 2010). Cette connivence est d'autant plus plausible en présence d'un actionnaire principal.

D'un autre côté, la position centrale des dirigeants dans le processus de production de l'information, peut être utilisée par ces derniers comme rempart contre l'intrusion de ces investisseurs dans la gestion des entreprises.

2.1. La domination des mécanismes de contrôle.

La forte concentration de la propriété caractérisant la majorité des places financières mondiales⁶⁶ fait que les conflits d'intérêts entre actionnaires dominants et actionnaires minoritaires, dont les institutionnels, sont particulièrement importants surtout lorsque l'actionnaire majoritaire se trouve être le dirigeant de l'entreprise. Reyna et *al.* (2012) montrent que le dirigeant actionnaire majoritaire est plus en mesure de dominer le système de gouvernance. De plus, sa position prépondérante dans le contrôle des droits de vote le rend indélogeable et hors d'atteinte de toute offre publique d'achat hostile, ce qui affaiblit le rôle disciplinaire joué par le marché des prises de contrôle.

Ce constat est d'autant plus important lorsque les droits de vote de cet actionnaire sont supérieurs à ses droits de propriété (Claessens et *al.*, 2002 ; Baek, Kang et Park, 2004 ; Villalonga et Amit, 2006). En effet, comme l'explique Bebchuk, Kraakman et Triantis (2000), les actions à droits de vote multiples et les structures de propriété pyramidales et croisées permettent d'obtenir le contrôle d'un pourcentage élevé des droits de vote en dépit d'une faible part des droits de propriété. Cette situation alimente encore davantage les conflits d'agence, car elle procure à l'actionnaire dominant à la fois la capacité et les incitatifs à extraire des bénéfices privés au dépend des autres actionnaires.

2.2. Les relations d'affaires.

Parmi la panoplie d'études portant sur la dépendance des investisseurs institutionnels (II) vis-à-vis des dirigeants, l'étude qui revient le plus souvent est celle de Brickley, Lease et Smith (1998). Celle-ci portant sur le comportement de vote de différents groupes d'II, a démontré que l'affiliation de ces investisseurs aux dirigeants est susceptible d'influencer leur comportement dans le contrôle de ces derniers. L'étude, partie en premier lieu de l'hypothèse d'une homogénéité de ces acteurs, montre que le pourcentage de capital détenu par les II non affiliés aux dirigeants a une influence positivement significative sur le taux de participation au

⁶⁶ Les études empiriques portant sur la structure de propriété des grandes entreprises cotées soulignent majoritairement que la propriété, y compris dans le cas des Etats-Unis (Holderness, 2009), est souvent concentrée.

vote et particulièrement sur le taux de vote contre les résolutions proposées par les dirigeants. Par la suite, en procédant à une classification selon la sensibilité de ces investisseurs à l'influence des dirigeants, les trois chercheurs concluent à une différence de comportement de vote entre trois catégories prédéfinies.

- Une première catégorie composées d'institutionnels, comme les compagnies d'assurance et les banques, est particulièrement sensible aux pressions des dirigeants, et qui en plus de la gestion des participations détenues dans l'entreprise, entretient des relations d'affaires avec cette dernière (Sahut et Gharbi, 2010) ;
- Les Caisses de retraites publiques et les sociétés d'investissements, constituant la deuxième catégorie, montrent une forte résistance aux pressions des dirigeants. Cette catégorie n'entretient aucunes relations d'affaires avec les dirigeants, ce qui explique leur activisme, notamment via les votes d'opposition aux propositions des dirigeants ;
- Une troisième catégorie composée d'institutions dont les attitudes envers les pressions des dirigeants sont indéterminées (Caisses de retraites des entreprises, maisons de courtage, Etc.).

Dès lors, il apparaît clair que les relations d'affaires, entre II et dirigeants, peuvent créer des conflits d'intérêts potentiels avec les obligations fiduciaires, de façon plus fréquente que pour les institutionnels résistants aux pressions des dirigeants.

2.3. La manipulation informationnelle.

Face à un pouvoir institutionnel de plus en plus important, la réaction des dirigeants peut prendre la forme de deux comportements différents ; soit ils subissent les contraintes visant à aligner leurs actions aux attentes des actionnaires, soit ils affichent une résistance à cette influence actionnariale. Pour ce faire, les dirigeants disposent de différents moyens, dont la manipulation du système d'information supposé éclairer les actionnaires. En effet, si ces derniers exercent leur contrôle en se basant sur les informations dont ils disposent, celles-ci proviennent généralement des dirigeants et des systèmes d'informations sous leur contrôle.

Les (II), particulièrement attentifs en la matière et faisant preuve d'une grande capacité de traitement d'information, sont capables de prendre des décisions rationnelles et de contraindre la conduite stratégique des dirigeants. Bien entendu cela suppose qu'ils détiennent un certain pourcentage du capital, à défaut le coût de l'analyse de l'information serait supérieur au bénéfice attendu.

L'examen des arguments ainsi présentés nous permet de constater que, d'une part, l'activisme institutionnel et la participation des actionnaires institutionnels au « *corporate control* » ne sont pas toujours garantis, et, d'autre part, que les dirigeants peuvent entreprendre des actions pour renforcer la résistance managériale face à cet activisme.

III. Impact de l'enracinement sur l'efficacité de la propriété managériale.

Plusieurs auteurs affirment que la propriété managériale est un mécanisme de gouvernance efficace qui permet de contourner les conflits d'agence en alignant les intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires. En ce sens, Jensen et Meckling (1976) affirment que les coûts d'écart par rapport à l'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise baissent quand la propriété managériale augmente. Ainsi, plus la part de capital détenue est importante, plus les arbitrages du dirigeant se feront en faveur des avantages perçus en tant qu'actionnaire. Par contre, s'il détient une faible participation, il va préférer consommer des avantages en nature ce qui a pour conséquence d'augmenter les coûts d'agence.

Néanmoins, des recherches plus récentes affirment que lorsque cette participation devient plus élevée, le dirigeant échappe à tout système disciplinaire en poursuivant ses propres objectifs qui ne coïncident pas toujours avec ceux des actionnaires.

1. L'enracinement synonyme d'accroissement de la propriété managériale.

Au regard de la littérature, une durée de fonction élevée peut être synonyme d'enracinement et conduire à un plus grand pouvoir du dirigeant (Combs et *al.*, 2007 ; Hollandts et *al.*, 2015). En effet, dans son ancienneté, le dirigeant une fois assuré de la dépendance des autres partenaires de sa présence, passe à la phase d'augmentation de la consommation par l'accroissement de sa satisfaction personnelle. Ce qui passe entre autres par des prises de participations dans le capital de l'entreprise. Dans ce sens, Ahimud et Lev (1981) affirment que les régimes de rémunération indexés sur la performance, sensés réduire les conflits d'intérêts, favorisent avec le temps, la propriété managériale, à travers l'accumulation des *stock-options*.

D'un autre côté, Cho (1998) avance que la propriété managériale est tributaire de la valeur de l'entreprise et non l'inverse. L'auteur s'explique par le fait que les dirigeants des entreprises performantes ont tendance à accumuler de grandes parts du capital. Cette

conclusion est également soutenue par Himmelberg et al. (1999) et par Chen et Steiner (2000) qui démontrent que la variable propriété managériale est expliquée en partie par la performance de l'entreprise.

2. L'enracinement et le comportement du dirigeant actionnaire.

Dans le cadre de la théorie de l'enracinement, Charreaux (1997) conclue que les dirigeants détenant une fraction significative du capital peuvent se servir de leurs droits de vote pour s'enraciner. Sous ses multiples facettes, cet enracinement peut être générateur d'effets divers. En effet, les auteurs qui ont contribué au développement théorique associé prédisent des effets contradictoires sur la performance de l'entreprise. Ainsi, selon le pourcentage du capital détenu par les dirigeants, on peut conclure à la convergence des intérêts ou l'enracinement. Les dirigeants propriétaires sont ainsi confrontés à l'arbitrage entre les avantages qu'ils peuvent retirer de leurs prélèvements dans l'entreprise (avantages en nature, investissements de prestige, rémunérations) et leurs avantages en tant qu'actionnaires.

2.1. L'enracinement améliore, par l'accroissement de la propriété managériale, la convergence des intérêts.

Selon la théorie de l'agence, des niveaux de participation élevés dans le capital, garantiraient un alignement des dirigeants sur les intérêts des actionnaires. C'est l'hypothèse de la « convergence des intérêts » soutenue également par Jensen et Meckling (1976). En fait, toute tentative par les dirigeants d'une mauvaise gestion des ressources de l'entreprise risque de nuire à la performance de l'entreprise et mettre, par conséquence, en péril la portion de leur richesse fortement liée à la valeur de l'entreprise.

Ainsi, la concentration de la propriété entre les mains des dirigeants, va rendre ces derniers plus soucieux des conséquences de leurs actions sur leurs richesses et va les inciter à privilégier des stratégies qui permettent d'accroître la performance de l'entreprise à long terme. Les problèmes de conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants reliés à l'horizon temporel et à l'aversion au risque s'en trouvent alors atténués.

2.2. L'actionnariat managérial levier d'opportunisme du dirigeant.

Shleifer et Vishny (1989) suggèrent que plus le pourcentage du capital détenu par les dirigeants est important, plus il serait en mesure de se soustraire à la discipline des

actionnaires pour gérer l'entreprise selon ses propres intérêts, qui ne coïncideraient pas forcément avec l'objectif de maximisation de la valeur. Dans le même sens, Reyna et *al.* (2012), affirment que la détention, par le dirigeant, d'une fraction élevée du capital ne garantit pas nécessairement une plus grande création de valeur pour l'ensemble des actionnaires. Une telle situation facilite l'utilisation des ressources à des fins personnelles, car elle met le dirigeant à l'abri d'une sanction par le marché des prises de contrôle (offres publiques ou coalitions des minoritaires). Dans ce cas, le conflit d'intérêts ne se situerait plus entre celui-ci et l'ensemble des actionnaires mais entre les actionnaires majoritaires (y compris les dirigeants) et les actionnaires minoritaires.

Trepo et Roussel (1999), étudiant les systèmes de rémunération par les *stock-options* en France, concluent que les grandes entreprises sont prises dans un dilemme entre d'un côté la nécessité pour elles de recruter des nouveaux hauts dirigeants tout en consolidant leur position par une prise de participation au capital, et de l'autre côté, le risque que représente la concentration de participations par les principaux dirigeants, qui peut inverser les rapports de force au sein de leurs conseils d'administration.

Ceci dit, plusieurs auteurs vont jusqu'à considérer la propriété managériale comme variable mesurant le degré d'enracinement. de telle sorte qu'un dirigeant qui détient une part significative du capital s'assure un pouvoir d'influence important sur les organes de contrôle (Reyna et *al.*, 2012 ; Arshad et Javid, 2014 ; Andow et David, 2016).

Impact de l'enracinement sur l'efficacité du conseil d'administration.

Au même titre que la section précédente, la présente section se veut d'examiner l'incidence des comportements managériaux sur l'efficacité du conseil d'administration. Celle-ci repose tel que nous l'avions conçu dans le chapitre précédent, sur la taille et l'indépendance de ses membres vis-à-vis du dirigeant.

Or pour assurer son enracinement, le dirigeant peut agir sur ces caractéristiques afin de neutraliser les possibilités de contrôle du conseil d'administration. Il peut ainsi maintenir une certaine asymétrie d'information avec les administrateurs, ou intervenir dans le processus leur nomination pour favoriser les membres dociles voir fidèles⁶⁷.

Ainsi, dans la section suivante nous analysons l'effet de l'enracinement des dirigeants sur l'efficacité du CA. Pour ce faire, elle est organisée en deux parties. La première est consacrée à l'étude de l'effet de l'enracinement sur la taille du conseil. En ce sens, elle expose, entre autres, les déterminants de la taille du CA et les préférences des dirigeants pour les conseils de grande taille. La deuxième partie s'intéresse à l'effet de l'enracinement sur l'indépendance du CA en passant en revue les déterminants de l'activisme des administrateurs indépendants et les biais d'influence dont disposent les dirigeants pour y faire face.

I. Impact de l'enracinement sur l'efficacité de la taille du conseil.

1. Les déterminants de la taille du conseil d'administration.

Bien que la littérature diffère quant au sens de l'impact de la taille du CA sur son efficacité, certains résultats suggèrent que cette taille est liée à la fonction qu'il est supposé exercer. En effet, si une grande marge de manœuvre est laissée par les législations aux entreprises concernant la taille de leurs conseils, celle-ci dépend principalement de la mission que le CA est réellement appelé à remplir, outre la mission légale qui lui est assignée par la loi et les statuts. Dans la pratique, le choix de la taille du conseil peut faire intervenir des facteurs liés à la fois aux caractéristiques intrinsèques de l'entreprise (structure de propriété et taille de l'entreprise) et/ou de son environnement. Ainsi, la taille du conseil serait plus grande lorsque

⁶⁷ CHARREAUX G., « Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise », *Revue d'Économie Financière*, N° 31, 1994, p. 61.

le conseil est utilisé pour lier l'entreprise à son environnement (Pfeffer, 1972). En ce sens, Baker et Gompers (2003), constatent dans une étude portant sur un échantillon de 1116 entreprises observées entre 1978 et 1987, que la taille du conseil d'administration est positivement corrélée à la taille de l'entreprise et négativement dépendante de la concentration de la propriété.

Dans ce qui suit, nous allons exposer plus en détail les déterminants de la taille du CA susceptibles d'être exploités par les dirigeants pour neutraliser la discipline exercée par cet organe et d'asseoir leur domination dessus.

1.1. La structure de propriété.

L'actionnariat peut dans une certaine mesure conditionner le poids du conseil d'administration. La taille dépendrait en effet de la catégorie à laquelle appartient l'entreprise⁶⁸. Ainsi, dans l'entreprise familiale, cas particulier de l'actionnariat concentré, les membres de la famille jouent des rôles multiples dans la direction et la gouvernance de l'entreprise. Neubar et Lank (1998) identifient, à ce titre, deux formes de l'influence ou du contrôle de la famille sur l'entreprise : la propriété et la direction.

De ces considérations, la taille du conseil, dominé par la famille-proprétaire, devrait être plus réduite et inclure principalement des administrateurs appartenant à la famille. Celle-ci n'étant pas contrainte à ouvrir son conseil à des administrateurs externes imposés par des investisseurs institutionnels ou des représentants certains groupes d'intérêts⁶⁹. Ce constat est mis en évidence par l'étude exploratoire de Pitol-Belin (1984) qui confirme que parmi les entreprises ayant un conseil qualifié de petit, 87,5% d'entre elles sont des entreprises familiales.

Dans les sociétés contrôlées, la position est un peu différente. Le capital réparti entre un nombre plus grand de personnes physiques ou morales, fait que la taille et la composition du conseil s'en ressentent, avec la présence de représentants des principaux actionnaires. Maati (1999) signifie alors que « *Le conseil d'administration (ou assimilé) est une émanation de l'actionnariat qui peut cependant accueillir les représentants de divers groupes de pression.*

⁶⁸ CHARREAUX G. et PITOL-BELIN J. P., «Enquête nationale sur le conseil d'administration des entreprises françaises : son rôle, sa composition, son fonctionnement», Peat-Marwick, 1987, p. 175.

⁶⁹ Cela n'exclut pas la présence d'administrateurs externes car la nécessité d'avoir des experts compétents pour des raisons de conseil subsiste, d'autant plus que les administrateurs issus de la famille n'ont pas nécessairement la qualification exigée.

Il constitue, entre autre, un instrument de surveillance et de sanction de la direction en place »⁷⁰.

Dans les deux cas de figure, et au-delà de la dépendance hiérarchique contractuelle, le dirigeant peut faire en sorte que certains sièges du conseil soient occupés par des alliés directs notamment par le développement d'un réseau d'administrateurs avec un échange mutuel de service au sein de divers conseils dans lesquels ils siègent ou par l'intégration dans le conseil de membres de la famille propriétaire. De ce fait, on peut s'attendre à ce que le pouvoir disciplinaire du conseil d'administration soit dilué par l'accroissement de sa taille susceptible de générer des problèmes de coordination dans les entreprises à capital diffus, ou par la domination du conseil par l'actionnaire dominant dans les entreprises dont le capital est concentré⁷¹.

1.2. L'incertitude environnementale.

Dans la perspective de la théorie de la dépendance envers les ressources, qui conceptualise l'entreprise comme opérant dans un système ouvert et ayant besoin d'échanger et d'acquérir certaines ressources clés dans le but de survivre dans un contexte concurrentiel, le rôle du conseil d'administration ne se limite pas à sa dimension disciplinaire. Il constitue, par contre, une source d'avantages concurrentiels puisqu'il permet de tisser des liens avec l'environnement externe et d'accéder aux ressources indispensables. Le conseil d'administration devient alors un moyen de se procurer les expériences et les connaissances nécessaires à la bonne gestion de la croissance dispersée et faire face à l'incertitude environnementale (Ginglinger, 2012).

Ainsi, face à l'incertitude menaçante de son environnement, l'entreprise cherche à établir des liens avec ses partenaires externes (clients, fournisseurs, banques, investisseurs institutionnels, Etc.)⁷² de façon à faciliter l'accès à certaines ressources critiques. Pour ce faire, l'entreprise recourt à l'intégration au sein de son conseil des représentants de ces ressources. Ces membres externes apportent à l'entreprise l'expertise et les relations d'affaires indispensables à son développement (Varshny et *al.*, 2012).

⁷⁰ MAATI J., « le gouvernement d'entreprise », Edition De Boeck, 1999, p. 122

⁷¹ Selon Yermack(1996), il y a une forte probabilité que, dans l'entreprise à conseil d'administration réduit, le PDG soit le fondateur de l'entreprise ou appartient à la famille fondatrice.

⁷² Pfeffer et Salancik (1978) soutiennent que le conseil sert à lier la firme aux parties prenantes dans le but de répondre à la dépendance environnementale. Ils suggèrent quatre avantages à la création de lien externes : (1) l'obtention de ressources stratégiques telles que l'information et l'expertise ; (2) la création de chaîne de communication ; (3) l'appui et le soutien de partenaires extérieurs ; (4) la création de légitimité pour la firme.

Toutefois, du point de vue disciplinaire, l'acquisition de ressources par le biais du CA a tendance à augmenter sa taille et par conséquent impacter son efficacité en tant que mécanisme disciplinaire⁷³. En fait, en prenant en considération l'opportunisme managérial et le conflit d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants, l'entrée d'administrateurs ressources, peut en l'absence d'un contrôle efficace sur le dirigeant, renforcer sa latitude managériale. Celle-ci aura pour principal objectif le contrôle des ressources indispensables au bon fonctionnement de l'entreprise. En effet, le dirigeant a intérêt à ne pas dépendre des apporteurs de ressources externes, sinon s'assurer de leur loyauté⁷⁴, et à représenter lui-même un facteur de production difficilement substituable (Charreaux, 1996).

1.3. Le mode de nomination des administrateurs.

Dans la pratique, le mode de nomination des administrateurs peut également influencer la taille du conseil. En effet, si légalement celle-ci relève de l'assemblée générale des actionnaires. En général, la nomination des nouveaux administrateurs relève fondamentalement d'un processus de cooptation. Le conseil, ou plus précisément son président, propose et décide du choix de nouveaux administrateurs, ce choix étant ensuite soumis au vote de l'assemblée.

Il s'en suit que l'entrée d'administrateurs loyaux est plus aisée quand le dirigeant occupe aussi la fonction de président du conseil. Celui-ci est notamment en mesure d'influencer les travaux du conseil et les décisions qui en découlent, comme celles aboutissant à la nomination ou l'élection de nouveaux membres (Piot, 2009 ; Chouchane, 2010 ; Ginglinger, 2012).

La tendance actuelle s'oriente davantage vers la mise en place de comité des nominations composé d'administrateurs indépendants pour identifier et recommander les nouveaux membres. Ce comité est chargé d'évaluer les compétences et les qualités requises chez un nouvel administrateur capable d'apporter de nouvelles visions, expertises et expériences.

⁷³ Cet impact fait l'objet d'un désaccord dans la littérature théorique et empirique : la taille réduite plébiscitée par certains auteurs (Lipton et Lorsch, 1992 ; Jensen, 1993 ; Maati, 1999 ; Singh et Davidson, 2003) et décriée par d'autre (Charreaux, 1997b ; Coles et al., 2008).

⁷⁴ A titre d'exemple, l'appartenance du dirigeant aux réseaux d'affaires les plus influents lui permet de disposer des ressources stratégiques (informationnelles, financières, commerciales, humaines...).

2. La préférence du dirigeant pour le conseil d'administration de grande taille.

Selon la thèse de l'enracinement managérial, la volonté du dirigeant de s'affranchir de la tutelle du conseil d'administration peut l'amener à occuper le poste de président du conseil, à augmenter sa taille et à influencer la nomination des administrateurs amenés à y siéger. En fait, la présidence du conseil confère au dirigeant des prérogatives importantes en rapport avec la gestion des agendas, des convocations et des ordres du jour. En plus, en siégeant directement au sein des comités de nomination, il peut dominer le processus de sélection des administrateurs et influencer par conséquent la taille du conseil en ayant recours à davantage d'administrateurs internes, par exemple.

En pratique, si la grande taille du conseil multiplie les expertises présentes, elle accroît également les conflits potentiels, l'existence de passagers clandestins, les coûts, et au final ralentit la prise de décision. Mezghani et Ellouze (2007) estiment que l'ajout d'un administrateur supplémentaire revêt deux effets contradictoires ; d'un côté, il a tendance à accroître les capacités de *monitoring* du conseil et d'élargir le champ de ses compétences, contre une augmentation du coût marginal qu'un administrateur supplémentaire en terme de communication et de prise de décision peut engendrer, de l'autre côté. En plus, l'accroissement de la taille du conseil renferme les risques de diminution du pouvoir individuel de chaque administrateur (Jensen, 1993) ainsi que la démotivation individuelle des administrateurs (Harris et Raviv, 2008).

Boujenoui et al., (2004) affirment, dans ce sens, que « *quand la taille du conseil tend à devenir importante, les problèmes d'agence augmentent et le CA connaît plus de conflits internes ouvrant la porte à plus d'influence et de manipulations de la part du directeur général* »⁷⁵. Egalement, « *au fur et à mesure qu'un groupe s'accroît, il devient moins efficace en raison des problèmes d'organisation qui en viennent à surpasser les avantages que l'on pourrait retirer de la variété des compétences disponibles* »⁷⁶. Ceci rejoint les conclusions d'Eisenberg et al. (1998) étudiant un échantillon de 879 firmes finlandaises, de Postma, Van Ees et Sterken (2003) pour le cas néerlandais, et plus récemment Harris et Raviv (2008) et Ginglinger (2012), qui s'accordent sur l'intensification des conflits et des problèmes de coordination entre les administrateurs des conseils de taille importante.

⁷⁵ BOUJENOUI A., BOZEC R. et ZEGHAL D., « Analyse de l'évolution des mécanismes de gouvernance d'entreprise dans les sociétés d'Etat au Canada », Finance Contrôle Stratégie, Vol. 7 (N° 2), 2004, p. 102.

⁷⁶ CABY J., HIRIGOYEN G., 2001, Op. cit., p. 150.

En effet, la grande taille alourdi le processus de communication impliquant des difficultés à trouver le consensus sur les décisions importantes en rapport avec le contrôle des dirigeants et la protection des intérêts des actionnaires. Ces décisions nécessiteraient, en fait, davantage de temps pour être prises, et les administrateurs seraient amenés à se réunir plusieurs fois pour assurer une participation totale ainsi qu'une prise de décision efficace.

II. Impact du dirigeant enraciné sur l'indépendance du conseil d'administration.

Dans l'optique disciplinaire, dominante dans la plupart des réflexions sur la gouvernance d'entreprise (Bréchet et *al.*, 2008), le rôle du conseil d'administration consiste à défendre les intérêts des actionnaires dans les relations conflictuelles avec les dirigeants. Il apparaît comme l'organe privilégié chargé du contrôle des dirigeants surtout dans les entreprises managériales où le capital est le plus dispersé et la séparation entre les fonctions de propriété et de décision est très prononcée et ce par manque d'incitation des actionnaires à surveiller le comportement des dirigeants. Pour ce faire, l'efficacité du conseil repose d'une part, sur la surveillance mutuelle entre dirigeants présents au conseil, et d'autre part, sur la présence d'administrateurs indépendants de l'équipe dirigeante (Fama et Jensen, 1983). La capacité de résistance du conseil face à la stratégie d'enracinement du dirigeant se trouve améliorée lorsque le conseil est dominé par des membres indépendants (Boone et alii, 2007 ; Ginglinger, 2012). En effet, plus le pourcentage des administrateurs indépendants est élevé, plus grande sera la probabilité de sanction d'une mauvaise performance par le départ obligé du dirigeant et plus faible sera la probabilité qu'un dirigeant interne à l'entreprise soit choisi comme successeur.

Toutefois, la théorie de l'enracinement, qui se veut complémentaire aux théories contractuelles, met en lumière les failles des mécanismes de contrôle et les moyens pour les dirigeants d'accroître leur espace discrétionnaire et de neutraliser lesdits mécanismes, notamment le conseil d'administration. Dans le cas de ce dernier, l'indépendance des administrateurs peut dans certaines mesures conduire à des comportements individualistes de « *free riders* » au détriment de la stabilité du conseil (Fluck et Khanna, 2008) et de sa cohésion. Ces administrateurs n'étant pas plus incités à contrôler les dirigeants que les administrateurs internes étant donné l'implication des dirigeants dans le processus de leur nomination (Del Vecchio, 2010 ; Ginglinger, 2012) et la possible existence de relations privilégiées entre les deux agents.

Dès lors, l'analyse de l'impact des comportements d'enracinement des dirigeants sur l'indépendance du CA passe par la prise en compte des motivations des administrateurs indépendants et des leviers susceptibles de permettre aux dirigeants d'asseoir leur domination sur eux. Tel est l'objet de l'aboutissement de ce qui suit.

1. Les déterminants de l'implication des administrateurs indépendants dans le contrôle de la gestion des dirigeants.

Si l'indépendance des administrateurs constitue la dimension la plus étudiée du conseil d'administration, celle-ci ne constitue pas pour autant un gage d'efficacité. Le caractère hétérogène des motivations de ces administrateurs, qui cumulent souvent d'autres activités et qui ne peuvent que difficilement assumer leur rôle avec le risque d'être surmené ou justement de passer à côté de l'essentiel, entraîne parfois de la volatilité dans leur engagement à assumer leurs responsabilités de contrôleur. En effet, s'il est admis que ces membres indépendants sont plus soucieux de l'intérêt des actionnaires et moins affectés par le sort des dirigeants, plusieurs commentaires dénoncent le peu d'indépendance de ces administrateurs trop dociles pour exercer un réel contrôle des dirigeants.

En effet, au-delà de l'image de défenseurs de l'intérêt des actionnaires, leurs décisions au sein du CA peuvent être guidées par un intérêt personnel comme, par exemple, le sentiment de gratitude envers les dirigeants pour leurs nominations et rémunérations. En outre, parmi les motivations les plus rapportées par la littérature, figurent le système de rémunération et la réputation sur le marché de travail. Ainsi, Plus l'engagement financier de ces administrateurs est important, plus la marge de manœuvre des dirigeants sera faible. Pour d'autres travaux, la réputation est le facteur principal qui amène ces administrateurs à être plus attentifs aux intérêts des actionnaires, car leur comportement de dissension est généralement bien accueilli par les marchés, notamment par l'obtention de futurs postes d'administrateurs (Jiang Wei, Wan Hualin et Zhao Shan, 2012). Fama et Jensen (1983) affirment dans ce sens que le fait d'être administrateur, c'est pouvoir développer une réputation en tant qu'expert en contrôle des décisions.

1.1. La rémunération des administrateurs externes.

Dans la mesure où leurs responsabilités, compétences et décisions font l'objet d'un intérêt grandissant, il apparaît normal que la rémunération des administrateurs émerge en tant qu'un enjeu des problématiques de gouvernance. Cette rémunération doit concorder avec lesdites

responsabilités et compétences et doit également être d'un niveau suffisant pour assurer la motivation et la fidélisation de ces administrateurs. A défaut, l'impact de ces administrateurs sur la performance de l'entreprise serait néfaste (Cordeiro et al., 2007 ; Joudi, 2010). Ces auteurs considèrent que des intérêts financiers dérisoires peuvent compromettre l'implication de ces administrateurs. Ils seront, en effet, peu ou pas motivés à rentrer en conflit avec les dirigeants envers lesquels ils sont souvent redevables étant donné que ce sont eux qui proposent leur nomination au poste qu'ils occupent.

En plus, l'évolution même du profil de ces administrateurs, avec l'apparition d'une classe d'administrateurs indépendants dits « professionnels » sans aucune autre profession⁷⁷, fait que la rémunération touchée peut facilement représenter leurs principales sources de revenu. Ce qui soulève la question de la possibilité d'une dépendance économique pouvant compromettre leur indépendance. En fait, les rémunérations perçues peuvent affecter leur indépendance vis-à-vis de la direction et ainsi leur capacité à exercer un jugement objectif et conforme aux intérêts d'actionnaires.

D'autres travaux antérieurs évoquent la propriété des administrateurs en tant que mécanisme d'intéressement. La détention d'un pourcentage du capital constitue un moyen permettant d'aligner leurs intérêts avec ceux des actionnaires et d'exercer ainsi un contrôle efficace de la gestion de l'entreprise (Jensen, 1993 ; Paquerot, 2000). En effet, le meilleur moyen pour qu'un administrateur s'apparente dans son comportement à un actionnaire c'est d'être lui-même actionnaire.

Notons toutefois, que la définition même de l'administrateur indépendant est l'absence de lien privilégié de sang ou d'argent avec l'entreprise. La théorie de l'enracinement suppose que la détention de capital par les administrateurs peut renforcer leur dépendance à l'égard des dirigeants lorsque ces derniers ont mené des stratégies d'enracinement efficaces. Dans ces conditions, l'incitation suggérée par la théorie de l'agence peut, au contraire, constituer un frein au changement pour les administrateurs actionnaires. L'actionnariat élevé des administrateurs affaiblit leurs indépendances et la capacité de surveillance et les amène à privilégier leurs propres intérêts au détriment des intérêts des autres actionnaires (Mangena et Pike, 2005 ; Madani et Wafa, 2010).

Des alternatives ont été mises en place, notamment les actions temporairement incessibles et les unités d'actions différées. Les actions temporairement incessibles consistent

⁷⁷ A l'opposé, des administrateurs occupant un poste de direction dans d'autres organisations.

en des actions proposées aux administrateurs, celles-ci ne pouvant être cédées par leurs propriétaires qu'au terme de leur mandat. Cela limite la possibilité qu'ils prennent des décisions ou fassent des recommandations en fonction de leurs intérêts à court terme. Quant aux unités d'actions différées, il ne s'agit pas à proprement parler d'actions, mais leur valeur est liée à celle d'une action cotée. Là encore, les administrateurs perçoivent la valeur des unités d'actions différées lorsqu'ils cessent de siéger au conseil.

1.2. La réputation sur le marché des administrateurs.

L'hypothèse traditionnelle selon laquelle l'efficacité du conseil d'administration augmente avec le nombre d'administrateurs indépendants, a fait l'objet de plusieurs confirmations empiriques (Fama et Jensen, 1983 ; Mamoghli et Dhouibi, 2009). Toutefois, si ces études s'accordent sur le fait que la désignation d'un administrateur externe conduit à un accroissement significatif de la valeur de l'entreprise, la théorie de l'enracinement avance que les dirigeants, par leurs comportements discrétionnaires, tentent de paralyser les systèmes de contrôle de l'entreprise en mettant en place des administrateurs qui soutiendront leurs décisions (Del Vecchio, 2010 ; Ginglinger, 2012)..

Dans ce cas-ci, ces administrateurs, recrutés pour leur indépendance vis-à-vis des dirigeants, se trouvent en face d'un arbitrage entre l'implication dans leur contrôle et les avantages procurés par leur participation aux conseils. En effet, Un excès de zèle lors de la tenue des conseils peut nuire à leur réputation et dissuader les dirigeants de proposer leur candidature. D'un autre côté, ils ont beaucoup à perdre à s'opposer aux décisions des dirigeants qu'ils doivent contrôler.

Un arbitrage que la littérature spécialisée fait pencher en faveur de l'intérêt personnel et de la volonté de ces derniers à se constituer une réputation sur le marché des contrôleurs. Celle-ci, constituant leur principale motivation pour assurer la bonne conduite des entreprises dont ils sont administrateurs (Khamchel, 2009 ; Prinz, 2010). Cet intérêt personnel se résume principalement en la recherche de la valorisation de leur capital humain, fortement lié à leur réputation d'expert indépendant sur le marché des dirigeants. Leurs participations aux conseils d'administration augmentent ainsi la valeur de leur capital humain grâce notamment à l'information qu'ils collectent, aux réseaux qu'ils développent et au prestige qu'ils peuvent tirer de cette situation. Jiang Wei, Wan Hualin et Zhao Shan (2012) corroborent ces conclusions pour le cas chinois, et avancent que les vraies motivations des administrateurs

indépendants ne résident pas uniquement dans le système de rémunération non indexé sur les performances de l'entreprise, mais plutôt dans leur réputation.

2. Les leviers d'influence des administrateurs indépendants par le dirigeant enraciné.

La majorité des travaux qui se sont prêtés à l'étude du pouvoir disciplinaire du conseil d'administration, se sont focalisés sur la contribution des administrateurs indépendants au rôle de contrôle assigné à cet organe. Ces travaux ont confirmé l'intérêt de la présence de ces administrateurs, que ce soit pour son impact sur la valeur de l'entreprise (Mamoghli et Dhouibi, 2009 ; Ginglinger, 2012) ou pour son rôle dans des situations où les intérêts des dirigeants et actionnaires sont en conflit, tel que la rémunération ou le remplacement des dirigeants ou lors des prises de contrôle (Cozian et *al.*, 2009). Toutefois, un grand nombre d'auteurs, représentant principalement la théorie de l'agence, ont reconnu qu'il peut y avoir une incapacité de ces administrateurs à exercer leur rôle de contrôle, imputable principalement à leur domination par les dirigeants.

En effet, l'indépendance des administrateurs peut subir les effets de la domination des dirigeants à plusieurs niveaux. D'abord, le processus de leur nomination, tel qu'il est observé en pratique, fait que ces administrateurs sont nommés à l'initiative des dirigeants ce qui risque de compromettre leur objectivité ainsi que leur sens critique, puisqu'ils se sentent redevables envers les personnes à l'origine de leur nomination. Par ailleurs, nombre de travaux ont montré que les conseils composés majoritairement d'administrateurs externes mais nommés par les dirigeants ou liés à eux par des mandats croisés, ont tendance à confirmer la domination des managers. Une autre source du pouvoir managérial réside dans son accès privilégié à l'information. Ce qui peut être très dissuasif pour les administrateurs qui, compte tenu de l'incertitude de l'environnement et de l'asymétrie d'information, ont beaucoup de mal à déterminer la part de responsabilité de l'équipe dirigeante dans l'explication des résultats de l'entreprise.

Dans ce qui suit, nous allons présenter en détail les principaux leviers dont dispose les dirigeants pour asseoir leur domination sur les administrateurs indépendants.

2.1. L'implication du dirigeant dans la nomination des administrateurs.

La littérature relative aux fonctions assumées par le dirigeant, souligne que le cumul des fonctions de direction et celle de présidence du conseil d'administration est susceptible de

limiter la fonction de contrôle assignée à celui-ci (Piot, 2009; Chouchane, 2010). L'adoption de cette structure monale peut en effet s'avérer risquée pour les actionnaires, dans la mesure où elle offre la possibilité au dirigeant de défendre plus aisément ses projets discrétionnaires.

En effet, le dirigeant qui cumule les deux fonctions devient en mesure d'influencer les travaux du conseil et les décisions qui en découlent, comme celles aboutissant à la nomination ou l'élection de nouveaux membres (Del Vecchio, 2010, Ginglinger, 2012). O'Sullivan (2000) confirme, en ce sens, pour un échantillon de 184 entreprises anglaises, que le cumul des fonctions par la même personne favorise la nomination d'une fraction plus élevée d'administrateurs internes qui partagent certaines caractéristiques spécifiques et qui pourront soutenir sa politique et valider ses décisions.

De même, dans sa quête d'enracinement, le dirigeant a tendance à augmenter le *turnover* des administrateurs afin d'accroître l'asymétrie d'information en sa faveur. Dans la mesure où une faible rotation des administrateurs est synonyme d'une meilleure efficacité du conseil en raison capitalisation d'expérience plus importante, et à une plus faible asymétrie d'information avec le dirigeant.

D'un autre côté, l'exemple de l'étude conduite par Park et Goyal (2002) et portant sur les remplacements de dirigeants américains survenus entre 1992 et 1996, montre que la probabilité de remplacement du dirigeant est nettement plus faible lorsque ce dernier cumule les deux fonctions. Ce résultat confirme ainsi l'idée selon laquelle les sanctions supportées par les dirigeants en cas de séparation des fonctions sont plus sensibles à la performance des entreprises.

2.2. La dépendance informationnelle envers les dirigeants.

La mission d'évaluation et de contrôle des dirigeants, dévolue au conseil d'administration, est particulièrement complexe. Walsh et Seward (1990) montrent que le conseil doit évaluer simultanément les capacités des dirigeants et les efforts qu'ils ont fournis. Une évaluation qui peut s'avérer particulièrement délicate à mener compte tenu de la complexité des tâches managériales et des asymétries informationnelles.

L'information du conseil provenant principalement du président du conseil et des administrateurs qui appartiennent au management de l'entreprise. Ces deux sources sont cependant peu fiables, dans la mesure où elles dépendent des dirigeants qui peuvent sélectionner l'information mise à leur disposition.

2.3. Le cumul des mandats et les participations croisées.

Si la principale qualité motivant la nomination des administrateurs externes réside dans leur indépendance à l'égard des dirigeants (Ginglinger, 2012), cette conception ne correspond pas toujours à la réalité en raison de la difficulté dans la détermination de cette indépendance. L'absence de lien hiérarchique ou commercial n'est pas nécessairement un gage d'indépendance. En effet, le cumul de mandats d'administrateurs par les dirigeants, favorisé par l'existence d'un marché des administrateurs (Kaplan et Reishus, 1990), ainsi que les participations financières croisées entre entreprises, constituent un excellent moyen pour paralyser l'esprit critique de ces derniers, dans la mesure où l'échange réciproque de services entre dirigeants neutralise l'exercice du contrôle et son efficacité. Ces derniers éviteront de se gêner mutuellement dans les conseils où ils siègent, et peuvent même avoir intérêt à se soutenir pour conserver leurs postes. Ainsi, ils auront par exemple intérêt à ce que la rémunération du dirigeant soit élevée, car elle peut leur servir de référence lors de la négociation de leurs contrats de rémunération en tant que dirigeants avec leurs entreprises.

La présence d'administrateurs indépendants devient ainsi une source d'enracinement du dirigeant au lieu d'être un mécanisme disciplinaire. Dooley (1969), s'interrogeant sur les facteurs explicatifs de la multiplication des mandats d'administrateurs, estime que l'existence de participations croisées des membres de différents conseils d'administration d'entreprises concurrentes tend à supprimer la compétition entre elles. Appliquée à des entreprises en relation d'affaires, elle induit une forme de déloyauté et viole la règle fondamentale selon laquelle « *on ne peut servir deux maîtres* ». Dans les deux cas, les participations croisées sont sources d'inefficience.

2.4. L'appartenance des dirigeants et administrateurs aux grands corps "élitistes"

En se penchant sur la question de savoir si l'appartenance du dirigeant à un réseau conduit à un relâchement de la discipline exercée par le CA, Nguyen (2012), avance que ceci peut entraîner une attitude plus conciliante de la part des administrateurs du même réseau. En effet, l'appartenance à un réseau ou à un grand corps peut être tellement importante pour un membre (administrateur ou dirigeant) que le souci de satisfaire les intérêts du corps devient primordial et peut dans certaines situations être privilégié au détriment des performances économiques de l'entreprise (Vanappelghem, 2015). Dans ce sens, un comportement opportuniste visant à privilégier les intérêts personnels tout en se pliant aux exigences du corps n'aurait pas de retombées négatives sur le dirigeant. En d'autres termes, il ne pourrait y

avoir de sanction que lorsque les intérêts collectifs sont menacés. Les principales préoccupations des administrateurs étant de veiller à ce que le dirigeant agit dans l'intérêt collectif du clan, et de tester ses capacités à occuper des fonctions plus importantes (dans le gouvernement ou à la tête d'entreprises plus importantes).

Cette volonté de défendre et promouvoir le corps d'appartenance sur un marché des dirigeants/administrateurs élitistes et très étroit, et où le parcours scolaire constitue le principal vivier⁷⁸, fait que les dirigeants gèrent des entreprises où les administrateurs sont souvent issus du même vivier (Wirtz et Laurent, 2010). Il est donc légitime de penser que les intérêts du dirigeant et des administrateurs se rejoignent facilement, compte tenu du fait que les intérêts particuliers sont inséparables de l'intérêt collectif du grand corps qui délimite l'espace dans lequel les carrières des deux parties s'effectueront.

⁷⁸ Selon Charreaux (2003), l'application de la notion de réseau ou de corps aux dirigeants et administrateurs ne peut reposer uniquement, comme le précise la vision critique du capitalisme financier, sur les liens privilégiés de la propriété (participation au capital) et ceux qui permettent de connecter les conseils d'administration, mais elle devra intégrer des liens d'une autre nature trouvant leur origine, par exemple, dans la formation, dans l'origine sociale, dans l'appartenance à des cercles patronaux, Etc.

Conclusion du chapitre 2 :

Ce panorama de la littérature générique fut l'occasion de mettre en avant les apports de la littérature issue de la théorie d'enracinement dans la compréhension de l'efficacité des mécanismes de gouvernance. L'apport principal de cette théorie est qu'elle remet en cause le postulat préétablie selon lequel les dirigeants adoptent un comportement passif face à la discipline qui leur est imposées.

Apparaît alors l'importance de ce chapitre qui nous a permis de présenter le concept d'enracinement managérial, ses différentes facettes et les conséquences qu'il pourrait avoir sur la performance de l'entreprise, mais également les conditions d'efficacité de chacun des mécanismes étudiés avec la précision des leviers d'influence pouvant être disponibles aux dirigeants dans leurs stratégies d'enracinement.

Conclusion de la première partie :

Les précédents développements nous ont permis de nous positionner dans le champ de la recherche et de délimiter les deux cadres théoriques qui vont avec. A chacun de ces cadres a été associé une des deux questions de la recherche. Ainsi, dans un premier chapitre, il a été question, à travers une revue de la littérature empruntée principalement à la théorie de l'agence, de répondre à la première question de recherche : ***Quelle influence ont les mécanismes de gouvernement d'entreprise, en particulier, la structure de propriété et le conseil d'administration, sur la performance de l'entreprise ?*** Par rapport à l'objectif général de la recherche, cette question permet de poser un cadre d'analyse de l'efficacité des mécanismes de gouvernance. Il s'agit de concevoir l'efficacité de ces mécanismes par leur capacité à favoriser la performance de l'entreprise.

Dans le cadre d'un deuxième chapitre, nous avons apporté les arguments théoriques qui permettent de répondre à la deuxième question de la recherche : ***Quelle influence l'enracinement des dirigeants peut-il avoir sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise ?*** Eu égard à la théorie d'enracinement, nous avons voulu comprendre pourquoi des mécanismes de gouvernance, en particulier la structure de propriété et le conseil d'administration, échoueraient à favoriser la création de la valeur au sein de l'entreprise, et comment les comportements discrétionnaires des dirigeants pourraient expliquer cet échec.

Deuxième Partie :

Méthodologie et résultats de la recherche.

Introduction de la deuxième partie:

Dans cette partie, nous abordons la mise en œuvre de la recherche en précisant les aspects méthodologiques et opérationnels qui permettront de vérifier les propositions de recherche. Pour ce faire, nous nous sommes appuyé sur un échantillon de 49 entreprises marocaines inscrites à la côte de la bourse de Casablanca. Ce choix se justifie aussi bien par le fait que les analyses en gouvernance, proches de notre objet de recherche, sont beaucoup plus nombreuses pour les pays occidentaux, et moins développées au Maroc, que par les spécificités intrinsèques de ces entreprises, notamment à l'obligation de publication des informations légales à laquelle elles sont soumises.

Le premier chapitre s'attache à exposer de manière détaillée le design et méthodologie de la recherche. Il s'agit, dans un premier temps, de faire émerger, de la littérature exposée tout au long de la première partie, les hypothèses qui permettront, une fois soumises à l'analyse, de répondre à nos questionnements. En effet, chacune des deux questions de la recherche nous a amené à formuler une hypothèse (H_1 et H_2) donnant lieu à deux séries de sous hypothèses ($H_{1,i}$ et $H_{2,i}$). Par la suite, il est question d'explicitier le positionnement épistémologique et la posture méthodologique adoptés, l'opérationnalisation des variables ainsi que le procédé de collecte et de traitement des données. Avant de conclure avec les modèles d'analyse déployés.

Au cours d'un deuxième chapitre, nous allons, présenter le déroulement de l'analyse et les résultats qui en découlent. Nous utilisons dans ce cadre le logiciel SPSS pour la réalisation de deux séries d'analyses correspondant chacune aux deux questions de la recherche. Une première analyse, qui se veut intermédiaire, correspond à une régression linéaire multiple voulant explorer l'impact des attributs de la structure de propriété et du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise. Ensuite, une seconde série d'analyses est réalisée pour se prononcer sur les suppositions selon lesquelles les deux manifestations de l'enracinement (l'âge et l'ancienneté du dirigeant) modéreraient la relation entre les MGE et la performance. Cette étape est vérifiée au moyen de régressions multiples modérées.

Chapitre 1 :

Méthodologie de recherche.

Introduction de chapitre 1:

Suite à l'énoncé, au niveau de la première partie du cadre conceptuel et théorique de notre recherche, nous entamons la partie empirique par la justification de la démarche scientifique retenue pour la réalisation de l'étude empirique avec les choix méthodologiques qu'elle implique.

A partir de là, le présent chapitre, qui introduit la seconde partie de notre thèse, sera structuré en trois sections :

- Nous serons conduits, dans la première, à exposer le corpus d'hypothèses découlant de la revue de la littérature précédente, avant de conclure avec la justification du positionnement épistémologique adopté (posture positiviste) et de la démarche méthodologique qui en découle (hypothético-déductive) ;
- La seconde section porte sur l'opérationnalisation des variables nécessitées par la recherche avec la spécification du procédé utilisée pour le choix de la population étudiée, la stratégie d'échantillonnage, les méthodes et les instruments de collecte des données ;
- La troisième section explicite, quant à elle, la démarche statistique envisagée pour tester la validité des hypothèses posées. Il s'agit de spécifier les aspects méthodologiques des tests envisagés compte tenu de la problématique de la recherche et des données mobilisées.

Design de la recherche.

Compte tenu de notre problématique, l'objectif de notre recherche empirique est d'apporter des explications quant à l'impact de l'enracinement du dirigeant sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance. L'objectif de la recherche fixé, il faut, à présent, se pencher sur sa mise en œuvre par la mobilisation de techniques cohérentes au regard de la problématique définie et de la posture épistémologique appropriée.

Pour y parvenir, cette section se veut d'abord de présenter le corps d'hypothèses découlant du modèle théorique. Ce dernier étant composé d'une dizaine d'hypothèses correspondant aux deux étapes de l'analyse : une première série d'hypothèses intermédiaires portant sur la relation de causalité entre les mécanismes de gouvernance et la performance de l'entreprise, et une seconde série dédiée à l'analyse de l'effet modérateur de l'enracinement du dirigeant sur la relation initiale. Ensuite, il s'agit d'explicitier la position épistémologique prise ainsi que le protocole méthodologique emprunté pour confronter ces hypothèses à la réalité du terrain.

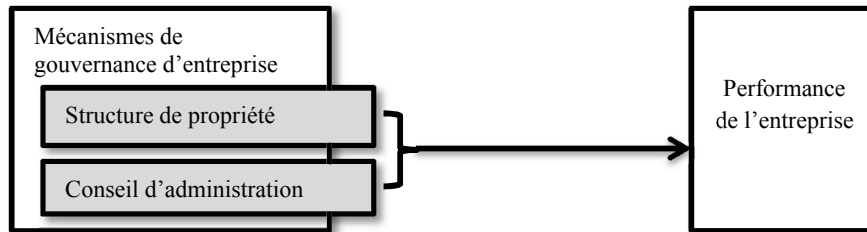
I. Cadre conceptuel et hypothèses de la recherche.

La problématique de notre recherche porte principalement sur l'étude de l'impact de l'enracinement du dirigeant sur l'efficacité des MGE⁷⁹. Basée sur une revue de la littérature exposée tout au long de la première partie, la réponse à cette problématique à mobiliser une réflexion en deux temps qui correspondent aux deux hypothèses centrales de notre phase de problématisation. La première, est intermédiaire, porte sur le lien direct entre les mécanismes de gouvernance et la performance de l'entreprise. La seconde s'inscrit dans le cadre de l'étude de l'influence de l'enracinement du dirigeant, a priori « modérateur », sur la relation initialement exposée.

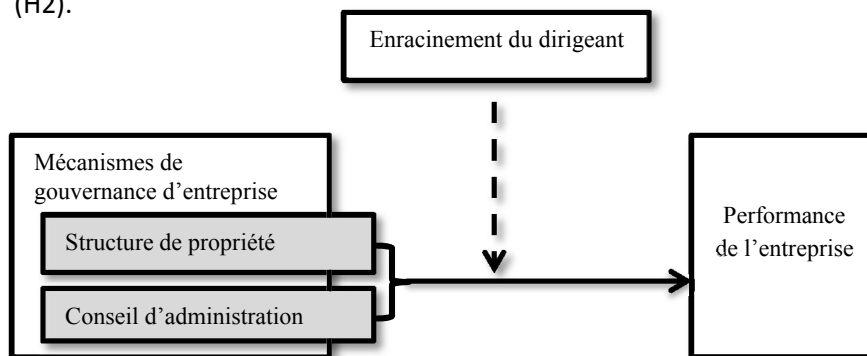
⁷⁹ Par efficacité de ces mécanismes nous faisons référence à l'effet qu'ils pourraient avoir sur le niveau de performance de l'entreprise.

Figure 7 : Liens structurels du modèle conceptuel.

- ❖ Impact des MGE sur la performance de l'entreprise (H1).



- ❖ Effet modérateur de l'enracinement des dirigeants sur la relation MGE/Performance (H2).



Source : Elaboré par nous-même.

1. Hypothèses relatives à la relation entre les MGE et la performance de l'entreprise.

A l'origine de la théorie de gouvernance, Berle et Means soulèvent en 1932 la gestion défavorable aux actionnaires des grandes firmes cotées de l'époque. La raison évoquée est le démembrement de la fonction de propriété en une fonction décisionnelle, à la charge de l'équipe dirigeante, et une fonction de contrôle relevant des actionnaires (Chatelin-Erthur et Nicolas, 2011 ; Allemand, 2012). La forte diffusion du capital, caractéristique des grandes sociétés cotées, limite l'exercice de la fonction de contrôle contre une recrudescence de l'opportunisme managérial. C'est cette défaillance du contre-pouvoir actionnarial qui favorise, selon ces auteurs, la latitude décisionnelle des dirigeants à l'origine de sous-performance.

Devant cette situation, les actionnaires lésés vont trouver dans les développements de la théorie d'agence un ensemble de mécanismes, internes et externes à l'entreprise, leur permettant de limiter l'étendue du pouvoir discrétionnaire des dirigeants afin de les

contraindre à gérer l'entreprise conformément à leurs intérêts. Dans ce cadre, une abondante littérature a essayé de tester l'effet de ces mécanismes sur la performance de l'entreprise (Saïssset et Couderc, 2013). Pour la plupart, ces travaux concluent à un effet significatif aussi bien sur la performance de l'entreprise que sur sa valeur marchande.

En conséquence, l'étude menée par Berle et Means (1932) ainsi que les analyses basées sur ses résultats, nous incitent à envisager l'appréciation de l'efficacité des mécanismes de gouvernance à travers leur incidence sur la performance de l'entreprise.

1.1. Structure de propriété.

Selon la théorie de l'agence, la structure de propriété peut déterminer, sous certaines conditions, la qualité du contrôle imposé aux dirigeants et permettre, via la convergence des intérêts, de contenir les coûts de transaction et d'agence. La littérature souligne que ces conditions correspondent à deux dimensions de la structure de propriété en l'occurrence la concentration du capital et la nature de certains actionnaires.

Pour plusieurs auteurs (Jensen, 1990 ; Shleifer et Vishny, 1997 ; Boubaker et El Houcine, 2013 ; Ducassy et Guyot, 2017), la concentration de la propriété constitue un gage d'efficacité du contrôle des dirigeants. Les actionnaires majoritaires, détenant une fraction importante du capital, ou disposant d'un bloc de contrôle important, sont les plus incités à s'investir dans le contrôle de la gestion de leur entreprise. Ces derniers détiennent suffisamment de droits de vote pour asseoir un contre-pouvoir face à l'équipe dirigeante, que ça soit dans les assemblées d'actionnaires ou au sein du conseil d'administration. Par ailleurs, à l'opposé des petits porteurs, qui préfèrent agir en « *free riders* »⁸⁰ et profiter des efforts de contrôle fournis par les autres actionnaires, les propriétaires majoritaires ont tout à gagner de s'investir dans la supervision des dirigeants et accepter de supporter seuls les coûts liés à cette supervision. En effet, l'intérêt qu'ils y trouvent est double ; le premier consiste en des gains communs (*shared benefits of control*) correspondant à la fraction de la richesse créée qui revient aux actionnaires en cas d'amélioration des performances de l'entreprise, le second intérêt correspond à des gains privés (*private benefits of control*) dits également rentes de contrôle qui reviennent exclusivement à l'actionnaire contrôleur. Ces derniers sont, au sens d'Ehrhardt et Nowak (2001), de forme monétaire (rémunérations excessives, transferts d'actifs, etc.) ou non monétaire (prestige, népotisme, statut social, etc.).

⁸⁰ La dispersion du capital favorise les problèmes de passagers clandestins qui se traduisent par un manque d'implication des petits porteurs dans les actions collectives de *monitoring* managérial.

De ce qui précède, nous constatons que les études antérieures attestent bien l'apport significatif de la concentration de la propriété à la performance de l'entreprise. Nous suggérons ainsi l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1.1 : La concentration de la propriété améliore significativement la performance de l'entreprise.

À côté de la concentration du capital, on relève de la littérature que d'autres caractéristiques de la structure de propriété sont susceptibles d'impacter la performance de l'entreprise, il s'agit particulièrement de la nature de certains actionnaires, notamment les investisseurs institutionnels et les dirigeants actionnaires.

Devenus, au cours des dernières années, un acteur incontournable de la gouvernance des entreprises et de leurs structures capitalistiques⁸¹. Le rôle croissant des investisseurs institutionnels a suscité une littérature abondante qui a reconnu à ces acteurs un rôle actif dans la surveillance des dirigeants (Ben taleb, 2014). Au sens de cette littérature, l'activisme institutionnel se justifie par l'importance des participations détenues, ce qui leur confère suffisamment de droits de vote pour influencer les orientations financières et stratégiques des entreprises de leurs portefeuilles (Sahut et Gharbi, 2011).

L'efficacité du contrôle dépendrait, par ailleurs, de leur indépendance par rapport au management et de leur expertise professionnelle. Ils disposent, en effet, de compétences poussées en matière de traitement d'informations de l'entreprise, de ses perspectives de développement et de la qualité de sa gestion (Finet et *al.*, 2009 ; Aguenau et *al.*, 2013). L'importance et la diversité de leurs portefeuilles impliquent aussi une meilleure connaissance de l'environnement de l'entreprise et des performances de son secteur d'activité⁸².

A ces égards, ces différents arguments nous amènent à penser que la participation des investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises est créatrice de valeur. De ce fait, nous formulons l'hypothèse suivante :

⁸¹ A titre d'illustration, ces investisseurs détenaient aux Etats-Unis plus de 51 % en fin 2004 (X. Chen et *al.*, 2007), et près de 80 % des actions de la bourse de Londres en 2001, et 25 % de titres en France pour la même période.

⁸² A ce titre, les investisseurs institutionnels ne se contentent pas des informations émises par l'entreprise et résistent davantage à la gestion des résultats par les dirigeants.

Hypothèse 1.2 : L'actionnariat institutionnel contribue significativement à la performance de l'entreprise.

Une deuxième catégorie d'actionnaires mérite d'être étudiée : il s'agit des dirigeants eux-mêmes. Selon les théories de gouvernance, dans la branche relative à la relation d'agence, Morck, Shleifer et Vishny (1988) font opposer deux thèses concurrentes pour l'analyse de la relation entre l'actionnariat managérial et la performance de l'entreprise⁸³. La première est la thèse de la convergence des intérêts qui stipule que plus le capital détenu par les dirigeants est important, plus l'alignement des intérêts managériaux sur ceux des actionnaires est assuré. En effet, la participation des dirigeants dans capital des entreprises qu'ils gèrent leur garanti une part de la rente qu'ils ont contribué à créer ce qui les incitent à adopter des comportements en faveur de la maximisation de cette rente (Jensen et Meckling, 1976 ; Bughin et Colot, 2008 ; Darkos et Bekiris, 2010). En même temps, cette solution permet de réduire le coût du contrôle à la charge des actionnaires car elle est supposée réduire l'opportunisme des dirigeants à leur égard.

Dans la seconde, dite thèse d'enracinement, l'accroissement du pourcentage de capital détenu par les dirigeants est synonyme de leur enracinement. Ces derniers, possédant suffisamment de droits de vote, bénéficient d'un grand pouvoir pour faire face aux mécanismes de contrôle mis pas les autres actionnaires à leur encontre. Ce constat est nuancé par des études plus récentes, qui soulignent l'existence d'un seuil de détention au-delà duquel l'effet de la propriété managériale sur la performance est négatif puisque l'effet de l'enracinement l'emporte sur celui de la convergence des intérêts (Hu et Zhou, 2008 ; Reyna et *al.*, 2012 ; Arshad et Javid, 2014).

Ainsi, nous pouvons dire que, dans tous les cas, la propriété managériale a un effet direct sur la performance de l'entreprise. De ce fait, nous pouvons formuler l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1.3 : La propriété managériale assure, par la convergence des intérêts, l'amélioration de la performance de l'entreprise.

⁸³ Il convient selon Charreaux (1991) d'y ajouter la thèse de la neutralité.

1.2. Le conseil d'administration.

Selon le courant positif de la théorie de l'agence, le conseil d'administration s'apparente à une solution organisationnelle efficiente permettant de maximiser la richesse des actionnaires (Adjaoud et *al.*, 2007). Son rôle consiste à contrôler les dirigeants en les incitant à être performants à travers la fixation de leur rémunération, ou les menaces de leur révocation⁸⁴. Il permet également d'entrer en possession de certaines ressources indispensables à l'organisation par la captation de compétences externes (Wirtz, 2006 et 2011).

Ainsi, pour en apprécier l'efficacité, nous avons volontairement limité le nombre de caractéristiques qui déterminent son influence sur la performance à deux : la taille et l'indépendance de ses membres.

Concernant la taille, deux courants de pensée se dégagent de la littérature. Selon le premier courant, soutenu initialement par Jensen (1993) et repris par Yermack (1996), Ginglinger (2012) et d'autres, plus le nombre d'administrateurs siégeant au sein du CA est important, plus il y a de coalitions et de conflits de groupe, et plus grande sera sa domination par les dirigeants. Par contre, la taille réduite du conseil permet une meilleure communication, une coopération plus productive entre ses membres et une prise de décision plus optimale. En effet, si l'accroissement de la taille du conseil s'accompagne d'une amélioration de l'activité de contrôle, les gains associés sont vite rattrapés par les coûts de communication et de prise de décision imputables au fonctionnement des grands groupes (Lipton et Lorsch, 1992).

Parallèlement, un courant opposé défend l'idée selon laquelle l'accroissement de la taille du conseil permet à l'entreprise d'accéder aux ressources cognitives nécessaires à la création de valeur. Ce courant repose sur les arguments de la théorie de la dépendance envers les ressources qui sous-entend que l'efficacité du CA dépend de sa capacité à mobiliser des ressources indispensables à l'entreprise. En ce sens, le conseil élargi permet à l'entreprise, à travers les nombreux administrateurs amenés à y siéger, de faire face à l'incertitude environnementale par les ressources spécifiques apportées par chaque administrateur (Coles et *al.*, 2008 ; Piot, 2009).

De ce qui précède, nous constatons que l'existence d'un effet positif ou négatif de la taille du CA sur la performance de l'entreprise est défendue par ses partisans avec une même

⁸⁴ BOUJENOU A., BOZEC R. et ZEGHAL D., 2004, Op. cit, p. 98.

richesse d'arguments. Nous concernons nous nous plaçons du côté des partisans de l'effet bénéfique de la grande taille du conseil, et supposons que :

Hypothèse 1.4 : La performance de l'entreprise est positivement dépendante de la taille du conseil d'administration.

Un autre aspect de la qualité du conseil d'administration et de l'efficacité de son fonctionnement a trait au degré d'indépendance de ses membres. La théorie de gouvernance, tant dans sa branche disciplinaire que cognitive, insiste sur la nécessité de la représentation des administrateurs indépendants dans le conseil. Les administrateurs internes ne disposant pas de suffisamment de pouvoir pour s'opposer aux décisions managériales sans compromettre leur avenir dans l'entreprise. Par ailleurs, leur affiliation hiérarchique peut engendrer des transferts de la richesse actionnariale au profit des dirigeants et des administrateurs salariés (Scherrer, 2003). A l'opposé, un conseil dominé par les membres indépendants est plus enclin à contrôler les dirigeants. Cette indépendance est de nature à garantir la liberté et l'impartialité de leurs jugements leur permettant d'exercer un contrôle rigoureux des dirigeants (Fama et Jensen, 1983 ; Ginglinger, 2012 ; Hollandts et *al.*, 2015).

Par ailleurs, l'intérêt pour une représentation externe se justifie par le rôle que les administrateurs externes jouent dans la création de valeur. Ils apportent à l'entreprise leur expérience et leur expertise ainsi qu'un accès aux ressources rares et à l'information privilégiée de son environnement.

A la lumière de ces arguments, nous pouvons soutenir que le degré d'indépendance du CA influe positivement sur la performance des entreprises, d'où l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1.5 : La performance de l'entreprise est dépendante positivement de la proportion des administrateurs indépendants.

2. Hypothèses relatives à l'effet modérateur de l'enracinement du dirigeant sur la relation entre les MGE à la performance de l'entreprise.

Il s'agit dans cette partie de mettre en évidence l'influence du pouvoir managérial sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance par l'analyse de l'effet modérateur de l'enracinement dans le cadre de la relation initiale entre lesdits mécanismes et la performance

de l'entreprise. Pour ainsi faire, l'intégration des apports de la théorie de l'enracinement permet de mieux comprendre les raisons de la défaillance des systèmes de contrôle évoqués et de souligner les comportements des dirigeants profitant de la latitude due à cette défaillance⁸⁵.

Il faut dire que la littérature regorge de recherches inscrites dans le prolongement des travaux de Shleifer et Vishn (1989) sur l'efficacité des MGE. Celles-ci évoquent les stratégies d'enracinement entreprises par les dirigeants pour accroître leur espace discrétionnaire profitant de l'inefficacité des mécanismes de contrôle et de l'influence de leur pouvoir fondé sur un certain nombre de caractéristiques qui leur sont propres (capital humain spécifique, investissements idiosyncratiques, asymétrie d'information, Etc.).

Prenant acte de ce qui a été dit, nous nous proposons d'étudier l'influence de l'enracinement des dirigeants sur la nature de la relation entre les MGE et la performance de l'entreprise. Il s'agit dans ce qui suit, d'énoncer les hypothèses qui devraient être testées pour identifier l'effet modérateur ainsi supposé.

2.1. Impact de l'enracinement sur l'efficacité de la structure de propriété.

Au cours de la première série d'hypothèses, nous avons évoqué comment les caractéristiques de la structure de propriété peuvent être considérées comme un gage d'efficacité du *monitoring* des dirigeants et un moyen pour faire converger leurs intérêts avec ceux des actionnaires. Toutefois, les développements de la théorie de l'enracinement ont mis en évidence comment des mécanismes de contrôle, notamment la structure de propriété, peuvent être utilisés par ces acteurs pour s'enraciner dans leurs fonctions et développer des comportements discrétionnaires nuisibles à la performance globale de l'entreprise.

Ainsi, selon Shleifer et Vishny (1986), l'implication des actionnaires dans la gouvernance de l'entreprise augmente exponentiellement avec l'importance de leur participation au capital. La dispersion du capital dissuade tout actionnaire de s'investir dans le contrôle des dirigeants car il sera seul à en supporter le coût alors qu'il profitera à l'ensemble des actionnaires (Zéghal et *al.*, 2005).

Cependant, si cette concentration permet un contrôle étroit des dirigeants, elle peut également être à l'origine de problèmes d'agence de niveau (II) entre l'actionnaire principal et les actionnaires minoritaires. Le premier défendant ses propres intérêts, lesquels ne

⁸⁵ BOONE et al., 2007, Op. cit.

coïncideraient pas forcément avec ceux des autres actionnaires. Dans ces circonstances, le dirigeant se trouve contraint de prioriser les attentes de l'actionnaire dominant au détriment de celles des actionnaires minoritaires (Shleifer et Vishny, 1997 ; Batteau, 2009). L'exemple-type est celui de l'affiliation du dirigeant à la famille dominante ou bien la concentration de la propriété entre les mains du dirigeant lui-même. Dans pareil situations, ce dernier pourrait être tenté de gérer l'entreprise en fonction d'objectifs contraires à la maximisation de la valeur, et ce par le détournement de la richesse et l'appropriation de bénéfices privés, ainsi que par le détournement des investissements à des fins personnelles et le rejet d'investissements non conforme à l'intérêt de l'actionnaire principal (Morck et *al.*, 1988).

Ainsi, nous supposant que quel que soit la nature de l'actionnaire dominant (simple actionnaire, famille ou le dirigeant lui-même), l'enracinement du dirigeant favorise l'opportunisme du propriétaire principal. Ce qui n'est pas sans effet sur la relation initiale entre la concentration de la propriété et la performance de l'entreprise. Dès lors, nous supposons que :

Hypothèse 2.1 : L'enracinement du dirigeant modère significativement la relation entre la concentration de la propriété et la performance de l'entreprise.

Si la compétence et l'expertise des investisseurs institutionnels en tant que contrôleur sont indiscutables, leur aptitude et leur engagement dans ce contrôle dépend, cependant, de leur propre nature. Cette nature hétérogène en terme de stabilité de leurs ressources et donc de leurs placements, peut conditionner leur implication dans la gouvernance des entreprises de leurs portefeuilles. En ce sens, Bughin et *al.* (2011) met en évidence deux catégories d'institutionnels. Une première catégorie composée d'investisseurs clairement identifiables (les compagnies d'assurance, les caisses de retraites, les banques, Etc.), et pour qui la détention de participations s'inscrit dans une vision durable et sans intermédiation. Les institutionnels de cette catégorie sont connus pour être plus regardants et expriment une sensibilité accrue à la gestion des entreprises dont ils sont actionnaires. À l'opposé, les investisseurs de la seconde catégorie (OPCVM, les fonds de pension et les fonds communs de placement), sont connus pour être plus courttermiste dans leur raisonnement. Ces derniers se doivent de valoriser leur portefeuille sur de courtes périodes et sont tributaires des jugements des investisseurs qui n'hésitent pas à échanger leurs actifs contre d'autres plus rentables.

Par ailleurs, les éventuelles tentatives activistes peuvent se heurter à des résistances managériales. Les dirigeants peuvent en effet entreprendre différentes stratégies pour rendre difficile tout *monitoring* institutionnel et déployer leurs stratégies d'enracinement. Cela passe, entre autres, par rendre coûteux l'accès de ces acteurs aux informations spécifiques de l'entreprise. L'enracinement des dirigeants peut également se baser sur la coopération de ces investisseurs en raison notamment de liens commerciaux et d'affaires qu'ils peuvent entretenir les empêchant d'avoir un comportement de contrôle actif. Ils peuvent s'associer à l'équipe dirigeante pour tirer parti de leurs positions et s'approprier des gains personnels au détriment des autres actionnaires.

L'examen des arguments ainsi présentés nous permet de constater que, d'une part, l'activisme institutionnel et la participation des actionnaires institutionnels au « *corporate control* » ne sont pas toujours garantis, et d'autre part, que les dirigeants peuvent entreprendre des actions pour renforcer leur résistance face à cet activisme. Dès lors, nous prévoyons que :

Hypothèse 2.2 : L'enracinement des dirigeants atténue le rapport entre l'actionnariat institutionnel et la performance de l'entreprise.

Dans le prolongement des théories de l'agence et des coûts de transaction, qui supposent que l'efficacité de la gestion par les dirigeants passe par des instruments de contrôle et d'incitation, la théorie d'enracinement tente d'expliquer comment ces instruments peuvent être utilisés par les dirigeants pour se soustraire aux mécanismes de contrôle et asseoir leur domination. Prenant acte de ce constat, de nombreuses propositions ont été développées dans la littérature pour expliquer comment la propriété managériale, reconnue pour être un mécanisme d'incitation des dirigeants⁸⁶, peut servir ces derniers pour s'enraciner.

Cet enracinement peut amener le dirigeant à augmenter sa propriété à travers l'accumulation avec le temps des stocks options (Amihud et Lev, 1981), ou l'achat de participation dans l'entreprise surtout durant ses phases de performance (Cho, 1998). Dans cette configuration, la théorie de l'agence explique qu'à des niveaux de propriété élevés, les dirigeants ont tendance à aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires (Jensen et Meckling, 1976 ; Bughin et Colot, 2008 ; Darkos et Bekiris, 2010), tandis que d'autres pistes de

⁸⁶ En tant que mécanismes d'incitation et de fidélisation des équipes dirigeantes, notamment pour stabiliser le tour de table, assurer la convergence des intérêts et isoler le processus décisionnel des fluctuations boursières (Leland et Pyle, 1977 ; Jensen et Meckling, 1976).

recherche ont conclu à un opportunisme managérial profitant de leurs droits de vote élevés (Charreaux, 1997 ; Reyna et al., 2012 ; Arshad et Javid, 2014).

De ce qui précède, nous pouvons supposer l'existence d'un effet modérateur mitigé de l'enracinement des dirigeants sur la relation entre la propriété managériale et la performance de l'entreprise. Ne pouvant pas prévoir clairement le signe de cet effet, nous le laissons se dégager des résultats statistiques. D'où l'hypothèse suivante:

Hypothèse 2.3 : L'accumulation de la propriété par le dirigeant enraciné a un impact modérateur significatif sur la relation entre la propriété managériale et la performance de l'entreprise.

2.2. Impact de l'enracinement sur l'efficacité du conseil d'administration.

Selon les théories de gouvernance, la mission dévolue au conseil d'administration est celle de contrôler les décisions managériales et d'en apprécier l'incidence sur la performance organisationnelle. Dans ce schéma, deux modes de contrôle concourent à asseoir ce contre-pouvoir et contraindre les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires : le premier est financier et le deuxième est stratégique.

Toutefois, face à l'influence grandissante des dirigeants qui dominent de plus en plus les mécanismes de gouvernance, le rôle disciplinaire joué par le conseil se trouve affaibli. Cette domination est particulièrement liée à certaines circonstances comme la propriété des managers, l'asymétrie d'information qu'ils entretiennent, ou bien les risques de collusion et de dépendance potentiels entre les dirigeants et les membres du CA. Il apparaît, ainsi, qu'en vertu de leurs aptitudes et/ou attitudes, les dirigeants disposent de biais qui leur permettent d'agir sur les caractéristiques du conseil d'administration, notamment la taille du conseil et l'indépendance de ses membres, pour s'affranchir de sa tutelle et asseoir leur domination dessus.

En pratique, la présidence du conseil permet au dirigeant d'établir sa main mise sur le processus de nomination des administrateurs, et influencer par conséquent la taille du conseil en ayant recours à davantage d'administrateurs internes plus dociles, ou à des administrateurs externes potentiellement redevables. L'accroissement de la taille du conseil peut être, au sens de la théorie des grands groupes, à l'origine de conflits et de problèmes de coordination entre ses membres. Boujenoui et al. (2004) affirment, en ce sens, que « *quand la*

taille du conseil tend à devenir importante, les problèmes d'agence augmentent et le CA connaît plus de conflits internes ouvrant la porte à plus d'influence et de manipulations de la part du directeur général »⁸⁷.

Nous pouvons alors supposer que dans sa quête d'enracinement, le dirigeant peut œuvrer pour accroître la taille du conseil d'administration afin de favoriser l'émergence de difficultés entre ses membres à trouver le consensus sur les décisions en rapport avec le contrôle des actions managériales et la protection de l'intérêt des actionnaires. Nous pouvons, ainsi, poser l'hypothèse suivante:

Hypothèse 2.4 : L'enracinement du dirigeant modère négativement la relation entre la taille du conseil et la performance de l'entreprise.

Concernant les administrateurs indépendants, recrutés pour leurs compétences et particulièrement pour leur indépendance à l'égard des dirigeants (Godard, 1996), la domination du dirigeant peut remettre en cause cette indépendance et compromettre par conséquent l'efficacité du contrôle exercé. Cette incapacité s'explique à la fois par l'asymétrie d'information entretenue par les dirigeants, et par les risques de collusion qui peuvent survenir entre les dirigeants et ces administrateurs. Healy et Palepu établissent en 2001 que les dirigeants peuvent tirer profit d'une asymétrie d'information avec les différents partenaires, notamment les administrateurs indépendants, pour s'enraciner et accroître leur espace discrétionnaire. La diversité et l'opacité de l'information diffusée peut dissuader les administrateurs d'assurer un véritable contrôle. Par ailleurs, la nomination ou l'élection d'un administrateur, qui se fait généralement sur proposition du dirigeant (Del Vecchio, 2010 ; Ginglinger, 2012), crée un sentiment d'obligation réciproque pour l'administrateur qui se trouve redevable envers celui qui l'a nommé. En effet, les dirigeants sont souvent accusés de s'immiscer dans la nomination des administrateurs en favorisant celle de membres dont la loyauté est assurée, notamment par l'appartenance aux mêmes corps élitistes sur le marché des dirigeants/administrateurs (Wirtz et Laurent, 2010), ou par l'échange de faveurs entre les deux parties favorisé les mandats croisés.

En conséquence, nous pouvons supposer que :

⁸⁷ BOUJENOU A., BOZEC R. et ZEGHAL D., 2004, Op. cit, p.102.

Hypothèse 2.5 : L'enracinement du dirigeant nuit au rôle supposé bénéfique des administrateurs indépendants sur la performance de l'entreprise.

Au final, nous pouvons synthétiser notre corps d'hypothèses qui, rappelons-le, émanent de la littérature exposée dans la première partie, dans le tableau suivant :

Tableau 6 : Synthèse des hypothèses de la recherche.

Hypothèse 1.1	<i>La concentration de la propriété améliore significativement la performance de l'entreprise.</i>
Hypothèse 1.2	<i>L'actionnariat institutionnel contribue significativement à la performance de l'entreprise.</i>
Hypothèse 1.3	<i>La propriété managériale assure, par la convergence des intérêts, l'amélioration de la performance de l'entreprise.</i>
Hypothèse 1.4	<i>La performance de l'entreprise est positivement dépendante de la taille du conseil d'administration.</i>
Hypothèse 1.5	<i>La performance de l'entreprise est dépendante positivement de la proportion des administrateurs indépendants.</i>
Hypothèse 2.1	<i>L'enracinement du dirigeant modère significativement la relation entre la concentration de la propriété et la performance de l'entreprise.</i>
Hypothèse 2.2	<i>L'enracinement des dirigeants atténue le rapport entre l'actionnariat institutionnel et la performance de l'entreprise.</i>
Hypothèse 2.3	<i>L'accumulation de la propriété par le dirigeant enraciné a un impact modérateur significatif sur la relation entre la propriété managériale et la performance de l'entreprise.</i>
Hypothèse 2.4	<i>L'enracinement du dirigeant modère négativement la relation entre la taille du conseil et la performance de l'entreprise</i>
Hypothèse 2.5	<i>L'enracinement du dirigeant nuit au rôle supposé bénéfique des administrateurs indépendants sur la performance de l'entreprise</i>

II. Design de la recherche et positionnement épistémologique.

Toute recherche repose sur des choix de stratégies opératoires censés définir le profil de la recherche en précisant les différents éléments méthodologiques qui lui sont constitutifs. En effet, une fois la problématique et les principales questions de recherche explicitées, reste à concevoir une méthodologie de recherche propre à apporter une analyse à ces questions. L'enjeu pour le chercheur se situe, donc, au niveau de la cohérence de ses choix à différents niveaux.

Pour ce faire, nous commencerons par resituer les débats épistémologiques dans le champ des sciences de gestion, afin de justifier le positionnement épistémologique adopté. De cette posture découlera, ensuite, la méthode de recherche retenue.

1. Le positionnement épistémologique de la recherche.

Pour Laufer (2001), la scientificité d'une connaissance et la validité de ces résultats dépendent de son aptitude à mettre en évidence un cadre de référence épistémologique bien défini. De telle sorte que le questionnement épistémologique est devenu indissociable de la pratique de la recherche scientifique. A ce sujet, le paradigme adopté par le chercheur va non seulement déterminer la formulation de ses hypothèses, mais également conditionner tout le design de sa recherche.

Notre objectif n'est pas ici de retracer l'histoire du débat sur la philosophie des sciences. On ne peut, cependant, faire l'économie d'une brève revue des principaux paradigmes épistémologiques, notamment pour justifier le choix du paradigme qui nous a amené à adopter la démarche méthodologique appropriée à la conduite de notre recherche. Pour ce faire, nous définirons la notion d'épistémologie, ensuite nous présenterons les paradigmes épistémologiques et enfin le paradigme retenu.

1.1. Notion d'épistémologie.

Etymologiquement, l'épistémologie provient de l'anglais « *epistemology* » qui renvoie à l'étude des théories de la connaissance⁸⁸. L'acception française est apparue en 1907 pour remplacer l'expression antérieure de « philosophie des sciences » qu'avaient employée Comte et Cournot (Barreau, 2013).

⁸⁸ Lalande A., « Vocabulaire technique et critique de la philosophie », PUF, 9^{ème} édition, 1962, p. 293.

Ce faisant, présenter une définition de l'épistémologie reviendrait à s'interroger sur la signification étymologique du terme « *épistémélogos* ». A ce niveau, une ambiguïté étymologique a été à l'origine de divergence dans les différentes définitions en circulation. En effet, si le « *logos* », renvoyant au « discours », fait l'unanimité, « *épistémé* » fait en revanche l'objet d'interprétations diverses, selon que l'on choisit de la traduire par connaissance ou par science (Geslin, 2016). Ainsi, selon la première traduction, l'épistémologie s'intéresse aux conditions d'élaboration de la connaissance qu'elle soit ordinaire ou scientifique. Alors que l'adoption de la deuxième traduction, est plus restrictive, et correspond à assimiler l'épistémologie à une réflexion analytique et critique sur les sciences.

Si l'on se réfère à Perret et Séville (2003), « *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* »⁸⁹. Elle consiste en ce sens en un instrument de contrôle de la démarche de recherche tout en augmentant la validité et la légitimité de celle-ci dans sa tentative de prédiction, de prescription, de compréhension ou d'explication de la réalité.

En résumé, ces définitions sous-entendent que dans toute démarche épistémologique, le chercheur devra répondre à trois questions fondamentales de la discipline (Girod-Séville et Perret, 1999 ; Le Moigne, 2012) :

- **Qu'est-ce que la connaissance ?** *La gnoséologie des connaissances constructibles :*
- **Comment la connaissance est-elle engendrée ?** *La méthodologie des connaissances constructibles*
- **Comment apprécier la valeur de cette connaissance ?** *L'éthique et l'épistémologie, de la vérité à la faisabilité :*

1.2. Les paradigmes épistémologiques.

En sciences de gestion, il est souvent fait appel à des positionnements épistémologiques fondés essentiellement sur le positivisme, qui explique la réalité, et le constructivisme qui la construit (Le Moigne, 1990 ; David, 2000 ; Savall et Zardet, 2004). Un troisième paradigme est considéré par certains auteurs (Girod-Séville et Perret, 1999 ; Evrard et *al.*, 2009), il s'agit de l'interprétativisme, qui cherche à comprendre la réalité.

⁸⁹ PERRET et SEVILLE, « La collecte des données et la gestion de leurs sources », dans Thiétart R.A. (Ed.), Méthodes de recherche en management, Dunod, 2^{ème} Edition., 2003, p. 13

Le positivisme⁹⁰ est une philosophie des sciences qui a longtemps dominé les sciences de gestion. Il postule que la réalité a une essence propre, c'est-à-dire qu'elle existe en tant que telle et qu'elle demeure extérieure au chercheur, considéré comme étant objectif car extérieur à l'objet observé. Les connaissances produites dans la perspective positiviste sont alors considérées comme des connaissances qui reflètent la réalité : ce sont des connaissances valides en soi. Le rôle du chercheur positiviste serait alors de chercher pour cette réalité les causes qui la déterminent et de la décrire telle qu'elle existe, en adoptant une démarche hypothético-déductive et en étudiant des enchaînements de causes/conséquences courts.

Par contre, le constructivisme se différencie par le statut qu'il attribue aux connaissances et par la représentation de leur mode de production. Apparu pour la première fois en 1920 dans les travaux du mathématicien hollandais Brouwer, le paradigme constructiviste a connu de nombreuses conceptions. Nous pouvons citer entre autres le constructivisme de Guba et Lincoln (1989), le constructivisme radical de Glasersfeld, (2001) et le constructivisme modéré ou l'interprétativisme de Hudson et Ozanne (1988).

Pour Gavard-Perret et *al.*, « *le constructivisme et l'interprétativisme partagent des hypothèses sur le « statut de la connaissance » (subjective et contextuelle) et la « nature de la réalité » (hypothèse phénoménologique). C'est sur la manière dont la connaissance est engendrée, par construction pour l'un et par interprétation pour l'autre, que les deux paradigmes sont dissociés et, par voie de conséquence, sur les critères de validité qui fondent la valeur de la connaissance obtenue* »⁹¹.

Le tableau ci-après présente une synthèse des principales réponses apportées par chacun des paradigmes aux différentes interrogations épistémologiques.

⁹⁰ Le paradigme positiviste a été institutionnalisé par Auguste Comte à travers son « tableau synoptique des disciplines scientifiques » construit en 1828.

⁹¹ GAVARD-PERRET M.L. et *al.*, « Méthodologie de la recherche », PEARSON EDUCATION , 2008, p.21

Tableau 7 : Positions épistémologiques des paradigmes positiviste, interprétativiste et constructiviste.

Les paradigmes Les questions épistémologiques	Le positivisme	L'interprétativisme	Le constructivisme
Quel est le statut de la connaissance ?	Hypothèse réaliste Il existe une essence propre à l'objet de la connaissance	Hypothèse relative L'essence de l'objet ne peut être atteinte (constructivisme modéré ou interprétativisme) ou n'existe pas (constructivisme radical)	
La nature de la réalité	Indépendance du sujet et de l'objet Hypothèse déterministe Le monde est fait de nécessités	Dépendance du sujet et de l'objet Hypothèse intentionnaliste Le monde est fait de possibilités	
Comment la connaissance est-elle engendrée ? Le chemin de la connaissance scientifique	La découverte Recherche formulée en termes de « pour quelles causes... » Statut privilégié de l'explication.	L'interprétation Recherche formulée en termes de « pour quelles motivations des acteurs... » Statut privilégié de la compréhension	La construction Recherche formulée en termes de « pour quelles finalités... »
Quelle est la valeur de la connaissance ? Les critères de validité	Vérifiabilité Confirmabilité Réfutabilité	Idiographie Empathie (révélatrice de l'expérience vécue per les acteurs)	Adéquation Enseignabilité

Source : Thiétart et al., (2003)⁹²

1.3. Positionnement adopté pour la recherche.

L'inscription du travail de recherche dans un paradigme n'est pas une chose aisée. Le positionnement dans l'un ou l'autre de ces paradigmes doit garantir une cohérence entre la position épistémologique, l'objet de recherche, le but de la recherche, ainsi que la méthode et les techniques adoptés (Gavard-Perret et *al.*, 2008).

Dans notre cas, nous supposons que l'efficacité des mécanismes de gouvernance s'explique en partie par le comportement du dirigeant enraciné. Notre objectif à travers ce travail est de rechercher des liens de causalité et des lois fondamentales qui expliquent cette liaison. Cette mise en relation positionne notre chemin de connaissance proche du positivisme. En effet, comme nous l'avons soulevé tout au long de notre revue de littérature, nous reconnaissons l'existence d'une réalité quant à l'impact de l'enracinement sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance. Nous souhaitons, ainsi, nous positionner de manière externe à notre objet de recherche pour capturer une réalité sans volonté normative.

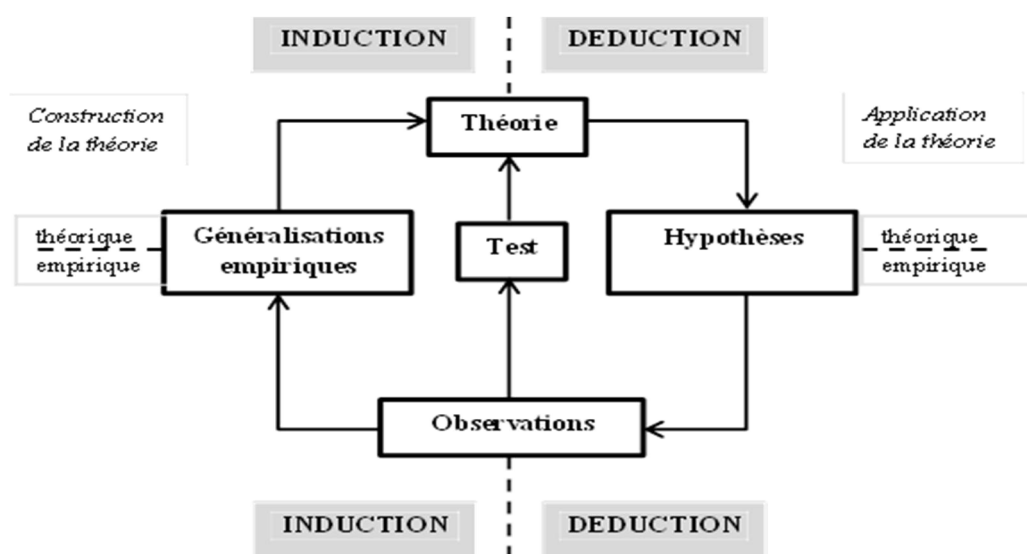
⁹² THIETART R.A. et *al.*, 2003, Op. cit., p. 14-15

2. La méthodologie de recherche : Une Posture méthodologique déductive

Selon Boutillier et *al.*, (2005), une méthode de recherche correspond à des « *procédures et des techniques dont la finalité est d'obtenir des réponses aux questions posées* »⁹³. Dans la posture positiviste, deux principales méthodes peuvent être distinguées : la méthode hypothético-déductive et la méthode hypothético-inductive. Pour Bergadaa et Nyeck (1992), « *induction et déduction étant les principales charnières du processus de recherche* »⁹⁴, de cette charnière découlera la méthodologie adoptée par tout chercheur.

- Dans la méthode hypothético-déductive, le chercheur part d'un modèle, constitué *a priori* à partir de la littérature existante, qu'il teste sur un échantillon par des méthodes quantitatives pour être validé ou rejeté ;
- Dans la deuxième, le chercheur part de données collectées sur le terrain d'observation choisi pour formuler des hypothèses, des théories ou des questions de recherche (Evrard et *al.*, 2009).

Figure 8 : Comparaison des démarches Inductive et déductive.



Source : Evrard, Pras et Roux (1997)⁹⁵

Ce à quoi nous nous intéressons est de chercher à comprendre et à expliquer dans quelle mesure les comportements du dirigeant enraciné impactent l'efficacité des mécanismes de

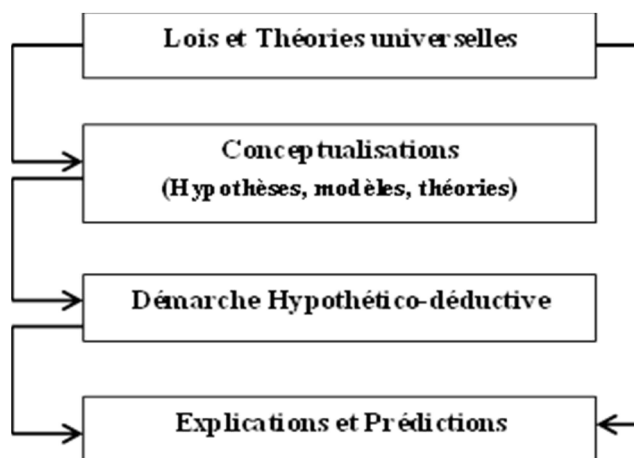
⁹³ BOUTILLIER S. et *al.*, « Méthodologie de la thèse et du mémoire », Studyrama, 2005, p.79.

⁹⁴ BERGADAA M. et NYECK S., « La recherche en marketing, un état des controverses », Recherche et Applications en Marketing, Vol. 7 (N° 3), 1992, p.28

⁹⁵ EVRARD Y., PRAS B. et ROUX E., « MARKET. Etudes et recherches en marketing, Fondements, Méthodes », Nathan, 2^{ème} Edition, 1997, p. 58

gouvernance. Pour ce fait, nous avons décliné la problématique de recherche en un ensemble de questions présentées sous la forme d'hypothèses à tester en les confrontant à la réalité afin de porter un jugement sur leur pertinence.

Figure 9 : Mode de raisonnement et connaissances scientifiques de la logique déductive.



Source : Charreire et Durieux, 2003⁹⁶

Il s'agit donc ici d'une démarche hypothéti-co-déductive combinée à une approche quantitative. L'aspect quantitatif étant, en effet, le plus souvent réservé à la démarche hypothéti-co-déductive. L'aspect quantitatif de la recherche découle à la fois du positionnement épistémologique positiviste et de la démarche hypothéti-co-déductive adoptée. En effet, les recherches quantitatives partent en général d'un questionnement précis pour faire émerger des modèles de relations causales, grâce entre autres aux revues de littérature, qui amène les chercheurs à se focaliser sur un ensemble réduit de variables.

Il faut signaler que si les dispositifs méthodologiques sur lesquelles reposent ces recherches sont souvent décrits en détail, les travaux de recherche qui se fondent sur des analyses quantitatives aboutissent généralement à la mise en exergue de vision restreinte du concept étudié au détriment d'une compréhension plus transversale.

Après avoir précisé le corps d'hypothèses découlant de la problématique et des objectifs de la recherche, et les caractéristiques générales de notre approche méthodologique, il convient, à présent, de mettre en avant le processus d'opérationnalisation des concepts ainsi que le protocole de collecte et de traitement des données.

⁹⁶ CHARREIRE S. et DURIEUX F., « Explorer et tester : deux voies pour la recherche », dans Thiétart R.A. (Ed.), Méthodes de recherche en management, Dunod, 2^{ème} Edition., 2003, p. 57-81

Opérationnalisation des variables et collecte des données.

Suite à l'énoncé, au niveau de la section précédente, des hypothèses et de la méthodologie de la recherche, nous enchainons par identifier et opérationnaliser les variables, suivi de la présentation du dispositif de collecte et des sources des données.

Cette section commence par l'opérationnalisation des variables nécessitées par cette recherche. Cette étape constitue le passage du stade conceptuel de la recherche à celui des manifestations mesurables. Les différents concepts de notre modèle théorique sont, ainsi, transformés en variables conformément aux modalités et échelles utilisées dans les recherches antérieures.

Ensuite, sont présentés les caractéristiques du terrain la manière dont nous avons recueilli les données nécessaires à notre étude. Il s'agit d'explicitier les détails de la procédure utilisée pour le choix de la population étudiée, la stratégie d'échantillonnage, les méthodes et les instruments de collecte des données.

I. Définition et opérationnalisation des variables.

La revue de littérature présentée dans la première partie, nous a permis d'appréhender la complexité des notions mises en œuvre par notre recherche et les difficultés soulevées par leur opérationnalisation, en raison notamment de leur aspect multidimensionnel. C'est sur cette revue que nous nous sommes appuyées pour arrêter nos propres choix méthodologiques quant aux mesures de la variable dépendante (performance d'entreprise), des variables indépendantes (structure de propriétés et conseil d'administration), des variables modératrices (enracinement du dirigeant) et des variables de contrôle.

1. Mesure de la variable dépendante : La mesure de la performance.

On entend par variable à expliquer toute variable qui dépend, dans ses variations, d'autres variables que l'on peut étudier ou manipuler. Cette variable est souvent désignée par le symbole « Y » (Aktouf, 1987). Pour notre recherche, la variable dépendante est la

performance de l'entreprise que nous mesurons en termes de performance *ex post* mesurée par l'évolution des trois précédents exercices clos des indicateurs retenus.

Dans la pratique, l'appréciation de la performance est une question complexe, qui dépend principalement de la perspective adoptée pour l'analyse. En effet, les mesures, tant comptables que boursières, ne permettent pas de refléter idéalement la capacité de l'entreprise à générer de la valeur. Dhermant-ferere (1998) suggère de se poser un certain nombre de questions pour s'assurer de l'adoption d'une mesure de performance appropriée, nous en retenons les deux suivantes : Quel indicateur de performance adopter ? et Sur quelle période l'indicateur de performance doit-il être calculé ?

1.1. L'indicateur de la performance à adopter.

Le caractère polysémique du concept rend difficile le choix d'une mesure de performance qui fait l'unanimité. Weiner et Mahoney (1981) considèrent, en ce sens, le nombre d'indicateurs de performance comme pratiquement infini. Le choix entre ces différentes mesures revête, dans le cadre de la théorie de gouvernance et particulièrement dans les études de finance d'entreprise, tout son intérêt. En effet, Jensen et Meckling (1976) et Charreaux (1997) suggèrent que privilégier une mesure sur une autre a un impact certain sur les résultats.

Tableau 8 : Les mesures de la performance de l'entreprise dans les travaux antérieurs⁹⁷

Auteurs	Mesures de la performance
Al Farooque et <i>al.</i> (2007)	Q de Tobin ROA
Beiner et al (2006) Bhagat et <i>al.</i> (2008)	Q de Tobin
Hollandts et Guédri (2008)	Log (capitalisation boursière/valeur nette comptable)
Joon Tae Lee (2004)	Retour sur actifs Rentabilité économique Taux de marge
Krichmaier & Grant (2005)	Rentabilité boursière trimestrielle
Margaritis & Psillaki (2010)	Efficience mesurée à partir de la méthode DEA
Sahut et Gharbi (2010)	ROE et ROA moyenne sur trois ans
Welch (2003)	Q de Tobin Rentabilité des capitaux propres (ROE)
Charreaux (1991)	Mesure de Sharpe Taux de rentabilité économique et des capitaux propres Ratio de Marris Q de Tobin
Demsetz et Lehn (1985)	Rentabilité boursière moyenne
Ang, Lauterbach et Schreiber (2002).	<i>Return On Equity</i> (ROE)

Source : Synthèse de la littérature

⁹⁷ Nous nous limitons volontairement ici aux études les plus récentes, qui donnent en général les références des travaux plus anciens.

Parmi les mesures de performance fréquemment utilisées dans les études de gouvernance figurent les indicateurs de rendement basés sur les données comptables et financières (ROA, ROE, Etc.). Le principe commun à ces indicateurs, calculés à partir de données internes communiquées par l'entreprise, consiste à ramener le solde de gestion retraité aux capitaux engagés par les actionnaires. Ce chiffre est ensuite comparé au coût moyen pondéré du capital ou au coût des fonds propres.

Toutefois, ces mesures peuvent être entachées par les biais liés à l'effet des choix comptables, à la diversité internationale des principes (Chakravarthy, 1986). De surcroît, ils sont souvent critiqués parce qu'ils ne tiennent pas compte du risque encouru par l'actionnaire. Cumby et Conrod (2001) ajoutent que les limites des mesures comptables ou financières sont encore plus importantes ou flagrantes pour des compagnies innovantes, dont la valeur est fortement liée à des actifs intangibles et à du capital intellectuel (Amir et Lev, 1996).

Ces limites sont surmontées dans de nombreuses études par le recours à des mesures fondées sur le rendement boursier (le ratio de Marris, *Le Total Shareholder Return*, Etc.). Celles-ci tiennent généralement compte du risque de l'entreprise et des particularités du secteur d'activité dans lequel elle évolue (Himmelberg et al., 1999). Par ailleurs, des mesures hybrides sont également fréquemment retenues, notamment le Q de Tobin (Gompers et al., 2003 ; Bhagat et Bolton, 2006 ; Beiner et al., 2008). Cet indicateur mesure l'ensemble des rentes anticipées sur un horizon infini.

Par souci de comparaison de nos résultats avec ceux des études précédentes, nous avons retenue comme mesure de la performance le rendement des fonds propres (ROE) qui mesure la rentabilité pour les actionnaires à travers la capacité de l'entreprise à générer du profit à partir de ses capitaux propres.

$$ROE = \frac{\text{Bénéfice net}}{\text{Capitaux propres}}$$

1.2. La période étudiée.

Le deuxième paramètre à considérer lors de la sélection de l'indicateur de performance consiste en la période de référence à retenir. Celle-ci doit refléter le contexte de performance dans lequel l'enracinement du dirigeant a eu effet sur les mécanismes de gouvernance. Ce qui soulève deux interrogations : Quel décalage adopter entre la date d'observation des

phénomènes étudiés et la mesure de la performance ? Sur quelle durée calculer l'indicateur de performance retenu ?

Pour la première question, la mesure de la performance doit être à la fois suffisamment récente par rapport aux variables explicatives afin de décrire le contexte de la performance et suffisamment décalée pour permettre aux variables indépendantes de pouvoir agir sur la variable performance. De ce fait, les variables de performance ont été décalées de trois années par rapports aux variables explicatives.

Concernant la durée de la période d'observation de la performance, la question est de savoir si l'impact des mécanismes de gouvernance peut être observé sur un seul ou sur plusieurs exercices. La réponse à cette question n'est pas évidente a priori, c'est pourquoi, nous avons collecté les données de la performance sur une période d'observation de trois années. Ceci, afin de bénéficier d'un espace temporel suffisamment long pour déterminer une tendance réelle. Ainsi, une moyenne annuelle de l'indicateur est calculée sur la période de trois ans, cette technique permettant de lisser les fluctuations encourues par l'une ou l'autre année (exceptionnelle ou mauvaise, comme notamment la période de crise financière et économique).

2. Mesure des variables indépendantes : les mécanismes de gouvernance de l'entreprise.

Les variables indépendantes ou exogènes de notre modèle représentent les mécanismes de gouvernance étudiés. Nos hypothèses suggérant que deux mécanismes ont un impact sur la performance de l'entreprise : la structure de propriété et le conseil d'administration. Ainsi, nos variables indépendantes se divisent en deux groupes ; le premier est en rapport avec la structure de propriété, à savoir la concentration de la propriété, la propriété institutionnelle et la propriété managériale. Le second groupe est composé de la taille et de l'indépendance du conseil d'administration.

2.1. Variables liées à la structure de propriété.

Au vu de la revue de littérature exposée dans la première partie, les principales variables représentant la structure de propriété sont la concentration de l'actionnariat, la propriété institutionnelle et la propriété managériale.

2.1.1. La concentration de la propriété.

Notre souci étant de déterminer la ou les mesures les plus précises pour décrire le niveau de concentration de l'actionnariat, celle-ci a été définie et opérationnalisée au regard de la littérature antérieure (Tableau 9).

Tableau 9 : Les indicateurs de la concentration du capital dans les travaux antérieurs

Auteurs	Mesures de la concentration du capital
Hill et Snell (1988) Rose (2007)	% du capital détenu par les actionnaires qui ont plus de 5% du capital de l'entreprise.
Paquerot (1996) Pichard Stamford (1997)	% du capital détenu par le premier actionnaire ; % du capital détenu par les cinq premiers actionnaires.
Gharbi et Lepers (2008) Godard (2001) et Shabou (2003). Pichard-Stamford, (2000)	% du capital détenu par l'actionnaire de référence.
Guedri et Hollandts (2008a)	% du capital détenu par l'actionnaire principal ; % total du capital détenu par les actionnaires qui ont plus de 5% du capital de l'entreprise.
Krichmaier & Grant (2005)	Capital et droit de vote détenus par le principal actionnaire
Margaritis & Psillaki (2010)	Capital détenu par le principal actionnaire
Mtianos & Paquerot (1999)	Part du capital détenue par les cinq premiers actionnaires
Sahut et Gharbi (2010)	Part du capital détenue par les cinq premiers actionnaires
Welch (2003)	Part du capital détenue par les cinq principaux actionnaires.
Charreaux (1991)	Capital détenu par les actionnaires connus
Demsetz et Lehn (1985)	Capital détenu par les 5 et 20 principaux actionnaires $\text{Log}[A5/(100-A5)]$ Indice de Herfindhal

Source : Synthèse de la littérature

Pour opérationnaliser la concentration de la propriété, nous retenons comme mesure le pourcentage des droits de vote détenu par les trois premiers actionnaires. Cette mesure a été également utilisée par Mtianos et Paquerot (1999), Welch (2003) et Yafeh et Yosha (2003) pour les cinq premiers actionnaires. Cette variable nous permet de distinguer les firmes dont le capital est diffus par rapport à celles ayant une structure de propriété concentrée. Celles-ci, présentent, selon la théorie d'agence, la particularité d'un actionnariat de contrôle capable d'atténuer les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants dont les comportements opportunistes sont censés être atténués.

2.1.2. La propriété institutionnelle.

L'autre variable qui relève de la structure de propriété et qui est introduite dans notre analyse est la propriété institutionnelle. L'intérêt portée aux investisseurs institutionnels trouve son origine dans le fait qu'ils sont considérés comme étant des actionnaires influents capables d'exercer un contrôle des dirigeants plus efficace que celui exercé par les autres

catégories d'actionnaires. En effet, grâce à leur activisme croissant et à leur indépendance par rapport aux managers, ils sont en mesure d'empêcher l'enracinement des dirigeants et d'assurer une meilleure création de valeur. En ce sens, Sundaramurthy (2000) va même jusqu'à associer l'efficacité du contrôle managériale au niveau de la participation institutionnelle dans le capital.

Sur le plan méthodologique, différentes mesures de la propriété institutionnelle ont été retenues et validées par des travaux antérieurs, nous en exposons dans le tableau ci-dessous les plus importantes :

Tableau 10 : Les indicateurs de la propriété institutionnelle dans les travaux antérieurs

Auteurs	Mesures de la concentration du capital
Bathala et Rao (1995) Paquerot (1996) Bushee (2001) Omri (2002) Mitra et Cready (2005).	Pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels
Pichard Stamford (1997) Gharbi et Lepers (2008)	Participation d'investisseur(s) institutionnel(s) (présence au capital) - Présence d'investisseurs institutionnels ; - Pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels. - Pourcentage des droits de vote détenus par les investisseurs institutionnels.

Source : Synthèse de la littérature

Pour notre cas, en raison du caractère cumulatif de la propriété institutionnelle, nous avons retenu la mesure la plus utilisée et qui correspond au « pourcentage d'actions détenues » qui correspond au rapport entre le nombre d'actions détenues par les investisseurs institutionnels et le nombre total des actions. Pour ce faire, nous avons considéré comme investisseurs institutionnels, les banques, les sociétés d'investissement, les compagnies d'assurances et les caisses de sécurité sociale, les caisses de retraite, les fonds communs de placement ou SICAV et autres fonds.

2.1.3. La propriété managériale.

La propriété managériale est considérée par la littérature comme un mécanisme d'incitation financière ou comme un levier de l'enracinement. Ainsi, selon la thèse de « la convergence des intérêts », plus la propriété managériale est importante plus l'alignement des intérêts des managers sur ceux des actionnaires est observé, ce qui signifie une réduction des coûts d'agence. Par contre, la thèse de « l'enracinement » soutient que les dirigeants en

procession d'une part significative du capital échappent à tout contrôle et peuvent ainsi gérer dans une optique contraire à la maximisation de la valeur actionnariale.

Dans ce sens, nous avons intégré la propriété managériale afin d'en étudier initialement l'influence sur la performance de l'entreprise, et d'observer par la suite l'effet modérateur qu'a l'enracinement sur sa relation avec ladite performance. Pour ce faire, et à la lumière des études antérieures, nous mesurons, l'actionnariat du dirigeant par le pourcentage du capital détenu par lui et par les membres de sa famille tel qu'adopté par Klein (2002) et Godard (2005).

2.2. Variables liées au conseil d'administration.

Qualifié de cœur de la gouvernance par Hermalin et Weisbach (2003), Le conseil d'administration constitue le mécanisme privilégié pour discipliner les dirigeants d'une entreprise. La revue de l'abondante littérature qui lui est consacré nous a permis d'identifier plusieurs critères associés à l'efficacité du contrôle exercé par ce mécanisme. Il s'agit principalement de sa taille, de l'indépendance de ses membres vis-à-vis des dirigeants, de la présence d'une structure duale (directoire et conseil de surveillance) et de la séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil.

Ainsi, pour vérifier nos hypothèses, nous n'en retenons que les deux premiers, à savoir la taille du conseil et l'indépendance des administrateurs amenés à y siéger.

2.2.1. La taille du conseil d'administration.

Les réflexions en gouvernance d'entreprise cherchent à établir la taille idéale du CA et dans quelle mesure celle-ci conditionne ses actions et son efficacité. En effet, cette taille devrait être suffisamment grande pour faire profiter le conseil de la richesse et de la diversité des compétences de ses membres (la théorie de la dépendance envers les ressources), et assez restreint pour favoriser une prise de décision rapide et éviter la naissance de coalitions et de conflits de groupe (théorie de l'agence).

Cette divergence des avis, n'a pas empêchée les théoriciens de s'accorder sur la mesure de la variable « taille du CA ». Cette variable est mesurée par le nombre total de mandataires (Yermack, 1996 ; Beasley, 1996 ; Carter et *al.*, 2000 ; Godard, 2001 ; Omri et Mehri , 2003 ; Abbot et *al.*, 2004 ; Farber, 2005). Nous concernant, nous conservant la même mesure en

retenant que pour les entreprises à structure duale, la taille du conseil inclue également les membres du directoire.

2.2.2. L'indépendance du conseil d'administration.

Dans le contexte marocain, l'analyse du conseil d'administration sous ses aspects juridiques et réglementaires laisse apparaître un silence du législateur quant à la composition et la nature des administrateurs (interne/externe ; affiliés/indépendants). Cependant, le code de bonne gouvernance des entreprises marocaines publié en 2008, insiste sur l'implication des administrateurs indépendants dans le conseil d'administration des entreprises familiales. Bien qu'une définition précise de la notion d'indépendance ne soit formulée.

De ce fait, nous nous référant, pour notre étude, au rapport Bouton (2002)⁹⁸ qui considère comme indépendant, l'administrateur qui remplit les critères cités ci-dessous :

- Ne pas être salarié ou mandataire social de l'entreprise, salarié ou administrateur de la société mère ou d'une société qu'elle consolide et ne pas l'avoir été au cours des cinq années précédentes ;
- Ne pas être mandataire social d'une entreprise dans laquelle l'entreprise détient directement ou indirectement un mandat d'administrateur ou dans laquelle un salarié désigné en tant que tel ou un mandataire social de la société (actuel ou l'ayant été depuis moins de cinq ans) détient un mandat d'administrateur ;
- Ne pas être (ou être lié directement ou indirectement) client, fournisseur, banquier d'affaire, banquier de financement ;
- Ne pas avoir de lien familial proche avec un mandataire social ;
- Ne pas avoir été auditeur de l'entreprise au cours de des cinq années précédentes ;
- Ne pas être administrateur de l'entreprise depuis plus de douze ans. ».

A la lumière de ce qui a été dit, nous avons opérationnalisé l'indépendance du CA par le ratio rapportant le nombre d'administrateurs indépendants au nombre total d'administrateurs. Cette mesure est d'ailleurs la plus utilisée dans les recherches empiriques portant sur la question de l'indépendance du CA (Pearce et Zahra, 1989 ; Bhagat et Black, 1999 ; Godard et Schatt, 2005).

⁹⁸ BOUTON D., « Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées », Rapport du groupe de travail présidé par D. Bouton, AFEP – AGREF, 2002, p. 10.

3. Mesure des variables modératrices : La variable enracinement :

L'objectif principal de notre étude est d'explorer l'impact de l'enracinement du dirigeant sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance, ou autrement dit le rôle modérateur qu'a l'enracinement sur la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance de l'entreprise. En pratique, parmi les facteurs retenus pour opérationnaliser le degré d'enracinement, figurent l'âge du dirigeant et la durée de maintien en poste.

3.1. Ancienneté du dirigeant.

Cette variable est appréciée au moyen de la longévité, en nombre d'années, du dirigeant dans ses fonctions. En effet, selon la théorie de l'agence, plus le temps passé à la tête de l'entreprise est important, plus le dirigeant s'enracine (Hermalin et Weisbach, 1988). Ce dernier a disposé du temps nécessaire pour tisser des relations privilégiées avec les différentes parties prenantes et asseoir par conséquent son pouvoir de négociation face aux actionnaires (Pigé, 1998).

Pour notre cas, et au sens des études antérieures (Hill et Phan, 1991 ; Berger et *al.*, 1997 ; Pigé, 1998, Ryan et Wiggins, 2002), nous opérationnalisons cette variable par le nombre d'années passées par le dirigeant dans ses fonctions de direction.

3.2. L'âge du dirigeant.

Au regard de la littérature, nous supposons que le degré d'enracinement d'un dirigeant est étroitement lié à son âge. En effet, pareillement à la revue de littérature exposée dans le deuxième chapitre de la première partie, un ensemble de jugements contradictoires ont été émis à l'égard de l'impact de l'âge du dirigeant sur le processus de création de valeur.

Pour Hambrick et Mason (1984) et Finkelstein (1990), le vieillissement du dirigeant est synonyme d'opportunités d'investissements spécifiques construits autour de ressources critiques accumulées par le dirigeant avec l'âge.

A l'opposé, d'autres travaux mettent en évidence l'effet négatif du vieillissement du dirigeant. En se rapprochant de l'âge de la retraite, ce dernier voit le risque de son remplacement devenir de plus en plus important. Ce qui peut l'amener à privilégier ses satisfactions personnelles au dépend des intérêts actionnariaux. En effet, face au rétrécissement de son horizon d'emploi (la révocation et la réputation sur le marché de travail n'étant plus ses soucis en ce moment de sa carrière), le dirigeant prend des décisions dont le

caractère spécifique fait qu'au fil du temps, il devient la seule personne en mesure de les mener à terme.

Ceci dit, nous retenons pour notre analyse l'âge du dirigeant exprimé en nombre d'années pour opérationnaliser l'enracinement managérial. Cette mesure a été également retenue par les études antérieures (Paquerot, 1996 ; Ghosh et *al*, 2007).

Par ailleurs, face aux différentes rencontres dans la synthétisation des deux indicateurs en une seule mesure de l'enracinement managérial, l'analyse statistique se fera pour chacun des indicateurs séparément.

4. Les variables de contrôle.

Même si notre travail de recherche est focalisé sur les comportements managériaux qui modèrent l'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance de l'entreprise, il existe d'autres caractéristiques intrinsèques à l'entreprise qui peuvent influencer cette dernière relation.

Ainsi, notre étude quantitative intègre, à la manière des études antérieures, une série de variables de contrôle qui peuvent influencer les relations soulevées par nos hypothèses. L'inclusion de ces variables permet en effet d'améliorer le degré de validité externe des résultats⁹⁹. Pour ce faire, nous retenons pour notre étude, les variables taille de l'entreprise, le niveau de son endettement et le secteur d'activité dans lequel elle œuvre.

4.1. Taille de l'entreprise.

Conformément aux études antérieures, l'effet de la taille de l'entreprise sur la performance peut prendre deux sens opposés. Le premier est positif induit par les économies d'échelles que peut réaliser une grande structure par rapport à une autre d'une taille inférieure. Par contre, plus la taille de l'entreprise croît, plus sa structure organisationnelle évolue vers une structure de type bureaucratique¹⁰⁰ à cause de l'accroissement des tâches administratives (Monsen et Downs, 1965).

En plus, d'autres études mettent en évidence l'incidence de la taille de l'entreprise sur les caractéristiques mêmes de certains mécanismes de gouvernance. Charreaux et Pito-Belin

⁹⁹ THIETART R.A. et *al.*, 2003, Op. cit., p. 282.

¹⁰⁰ Cette structure favorise les collisions entre les actionnaires et les dirigeants en raison des convergences des intérêts et de l'asymétrie informationnelle de la part des niveaux hiérarchiques inférieurs.

(1990) et Yermack (1996) affirment que la taille de l'entreprise est positivement corrélée avec celle du conseil d'administration. Alors que Rediker et Seth (1996) et Denis et Sarin (1999) ajoutent que de la taille de l'entreprise impacte positivement l'indépendance de son conseil. D'autres résultats suggèrent que la grande taille de l'entreprise est généralement corrélée avec une dilution du capital, un manque de contrôle et par conséquent, une diminution de la performance.

Pour notre étude, et à la manière des études antérieures (Faccio *et al.*, 2001 ; Trébucq, 2002 ; Poulain-Rehm, 2006 ; Gharbi et Lepers, 2008), nous retenons le logarithme népérien de la valeur comptable du total actif¹⁰¹.

4.2. Age de l'entreprise.

La deuxième variable de contrôle que nous avons choisi d'introduire se rapporte à l'âge de l'entreprise. Celui-ci reflète les événements ayant marqué l'histoire de l'entreprise (Mintzberg, 1982) et qui déterminent sa capacité à atteindre le niveau de performance escompté. En plus, l'expérience acquise au fil des années pourrait conditionner la structure de gouvernance de l'entreprise en ce qui concerne le degré de séparation entre la propriété, la décision et le contrôle ainsi que les mécanismes mis en place pour gouverner les dirigeants.

Sur cette base, et au même titre que les études antérieures (Brown et Caylor, 2006 ; Carey et Simnett, 2006 ; Ben Cheikh et Zarai, 2008), la variable « âge de l'entreprise » est exprimée par le nombre d'années d'exercice.

4.3. Le niveau d'endettement.

L'intégration de la variable endettement dans le modèle à analyser découle d'un double intérêt. D'une part, plusieurs travaux, inscrits dans le cadre de la théorie de l'agence, mettent en évidence l'effet disciplinaire qu'à l'endettement sur les dirigeants (Andres *et al.*, 2005 ; Peter, Young et Shapiro, 2005 ; Hergli *et al.*, 2007). En effet, en plus de soumettre le dirigeant au contrôle additionnel des créanciers, Grossman et Hart (1982) considèrent que le recours à l'endettement peut inciter la gestionnaire à être plus performant de crainte que sa réputation ne soit ternie en cas de faillite de l'entreprise. De surcroît, le décaissement des annuités impliqué par le financement par la dette réduit les *free cash-flow* disponibles pour le dirigeant

¹⁰¹ Cette mesure de logarithme de la taille permet de réduire l'amplitude de la variable Taille pour les grandes entreprises, et contribue ainsi à réduire l'hétéroscédasticité et l'étalement qui pourraient résulter de certains points extrêmes, par exemple en termes de taille (Titman et Wessels, 1988).

et limite son comportement discrétionnaire sur ces fonds (Jensen, 1986 ; Stulz, 1990). Ainsi, avec moins d'argent disponible, le dirigeant se trouve contraint d'optimiser les décisions d'investissement qu'il entreprend afin de pouvoir honorer ses engagements à temps.

D'autre part, depuis l'étude de Modigliani et Miller (1958), le rôle de l'endettement dans l'explication de la performance des entreprises a fait l'objet de plusieurs recherches. L'objectif principal étant de déterminer le ratio de dette optimal qui minimise le coût du capital, tout en maximisant la valeur de l'entreprise. Dans ce sens, un désaccord entre chercheurs est observé. D'un côté, les auteurs qui associent une relation négative entre la performance et l'endettement (Majumdar et Chhibber, 1999 ; Weir et *al.*, 2002 ; Eriotis et *al.*, 2002 ; Ngobo et Capiez, 2004 ; Goddard et *al.*, 2005 ; Rao et *al.*, 2007). Par contre, Un effet positif de l'endettement sur la performance a été confirmé par Baum et *al.* (2006), Berger et Bonaccorsi (2006) et Margaritis et Psillaki (2010).

Au regard de ce qui a été énoncé nous incluons le niveau d'endettement comme variable de contrôle. Cette variable est opérationnalisée par le ratio d'endettement qui correspond au rapport entre les dettes financières et le total actif. Cette mesure est également utilisée par Agrawal et Knoeber (1996), Mellios (2001), Fama et French (2002) et Ben Khediri (2006).

4.4. Le secteur d'activité.

Parmi les variables de contrôle les plus couramment intégrées dans les études quantitatives en rapport avec la performance de l'entreprise, le secteur d'activité est souvent pris en compte. En effet, les recherches antérieures indiquent qu'il peut exister des différences structurelles en matière de performance des entreprises.

Dans notre analyse, contrôler l'effet du secteur d'activité sur la performance de l'entreprise, passe par l'introduction d'une variable binaire muette qui vaut 1 lorsque l'entreprise appartient à un secteur industriel et 0 dans les autres cas.

Tableau 11 : Récapitulatif de l'opérationnalisation des variables.

Variables	Code	Mesures retenues
<i>Variable à expliquer</i>		
Performance de l'entreprise	ROE	Le rendement des fonds propres (ROE) = Bénéfice propre/ capitaux propres
<i>Variables explicatives</i>		
Concentration de la propriété	Conc_K	pourcentage des droits de vote détenu par les trois premiers actionnaires.
Propriété institutionnelle	Prop_II	Pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels
Propriété managériale	Prop_Dg	le pourcentage du capital détenu par lui et par les membres de sa famille
Taille du conseil d'administration	Taille_CA	le nombre total de mandataires
Indépendance du conseil	Indep_CA	le ratio rapportant le nombre d'administrateurs indépendants au nombre total d'administrateurs
<i>Variables modératrices</i>		
Age du dirigeant	Age_Dg	l'âge du dirigeant exprimé en nombre d'années
Ancienneté du dirigeant	Ancien_Dg	le nombre d'années passées par le dirigeant dans ses fonctions de direction
<i>Variables de contrôle</i>		
Taille de l'entreprise	Taille_firm	logarithme népérien de la valeur comptable du total actif
Age de l'entreprise	Age_firm	Le nombre d'années d'exercice
Endettement de l'entreprise	Endett	le ratio d'endettement qui correspond au rapport entre les dettes financières et le total actif.
Secteur d'activité	Secteur	variable binaire muette qui vaut 1 lorsque l'entreprise appartient à un secteur industriel et 0 dans les autres cas

Source : Elaboré par nous-même.

II. Présentation de l'échantillon et des données de l'étude.

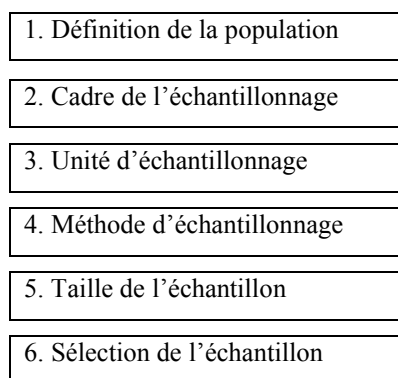
1. Méthode d'échantillonnage et sources des données.

D'après Ruquoy et *al.* (1995) et Martin (2005), pour garantir la validité d'une recherche il n'est pas nécessaire de passer à l'examen toute la population ou tous les cas existants. Il suffit par contre de se limiter à un échantillon représentatif de la population considérée. Il s'agit de « *choisir, selon des critères définis à l'avance, un certain nombre d'individus parmi les*

individus composant un ensemble défini, afin de réaliser sur eux des mesures ou des observations qui permettront de généraliser les résultats à l'ensemble premier.»¹⁰².

Il convient ainsi d'élaborer, préalablement à toute collecte des données, le processus d'échantillonnage qui consiste en la définition et la sélection des unités d'échantillonnage (Evrard et *al.*, 2003). Pour ce travail de recherche, ce processus est emprunté à celui recommandé par Perrien *et al.* (1983)¹⁰³ et qui se présente comme suit :

Figure 10 : Le processus d'échantillonnage suivi lors de cette étude.



Source : Perrien *et al.* (1983)

Ensuite, une fois les modes de raisonnements explicités et les principaux choix méthodologiques justifiés, il reste à expliquer les critères de sélection et les modalités de collecte des données. Le recueil des données est en effet tout aussi capital dans la mesure où il influence lui aussi la validité de l'étude. Baumard et *al.* (2003) affirment à ce titre que « la collecte des données est un élément crucial du processus de recherche en management. Elle permet au chercheur de rassembler le matériel empirique sur lequel il va fonder sa recherche »¹⁰⁴.

Découlant de ces deux préoccupations (l'échantillonnage et la collecte des données), nous allons, dans ce qui suit, exposer la mise en œuvre de notre stratégie d'accès au réel, à savoir le plan d'échantillonnage à la base de notre recherche et les instruments et sources des données à collectées. Nous verrons successivement la population et le cadre d'échantillonnage, la

¹⁰² AKTOUF, O., « Méthodologie des sciences sociales et approche qualitative des organisations. », Edition PUQ, 1987, p. 72.

¹⁰³ PERRIEN, J., EMMANUEL, J.C. et MICHEL, Z., « Recherche en Marketing : Méthodes et Décisions », Edition Gaëtan Morin, 1983

¹⁰⁴ BAUMARD P. et *al.*, « La collecte des données et la gestion de leurs sources », dans Thiétart R.A. (Ed.), Méthodes de recherche en management, Dunod, 2^{ème} Edition., 2003, p. 224

méthode d'échantillonnage, la taille de l'échantillon final et les sources et instruments de collecte des données.

1.1. Population et cadre d'échantillonnage.

La détermination de la population et du cadre d'échantillonnage de l'étude empirique doit être méticuleusement définie. Ainsi, par population, on fait référence à l'ensemble des sujets, unités ou objets qui sont potentiellement concernés par l'étude. Une définition précise de la population visée est essentielle afin d'obtenir des résultats clairs (Perrien *et al.* 1983).

Dans notre cas, la population cible est constituée des entreprises marocaines cotées à la bourse des valeurs de Casablanca (BVC). La première raison de ce choix tient au fait que les analyses en gouvernance, proches de notre objet de recherche, sont beaucoup plus nombreuses pour les pays occidentaux, et moins développées au Maroc. La seconde motivation est liée aux spécificités intrinsèques des entreprises de la cote de la BVC, en l'occurrence :

- L'importance des entreprises qui composent cette population ;
- La diversification des secteurs d'activité et de la taille de ces entreprises ;
- Le caractère atypique de ces organisations ouvertes avec une séparation de la propriété et de la décision ;
- L'obligation pour celles-ci de publier des informations légales pour les investisseurs.

Le cadre d'échantillonnage est constitué de la liste de toutes les unités à partir de laquelle on prend l'échantillon. Idéalement, le cadre d'échantillonnage devrait coïncider exactement avec la population, mais ce n'est pas le cas dans cette recherche. De l'ensemble des entreprises cotées à la fin de l'année 2015, nous avons été amenés à supprimer les observations suivantes :

- Certains secteurs ont été retirés de l'échantillon initial parce qu'ils présentent un fonctionnement financier particulier avec une structure financière atypique (Banques, Services Financiers, Sociétés de Crédit-Bail, Compagnies et Courtiers d'assurances) ou parce que leur fonctionnement économique est difficile à appréhender compte tenu des données disponibles (le calcul de leurs performances ne repose pas sur les mêmes définitions que les entreprises des autres secteurs ainsi que leurs pratiques de gouvernance) ;

- Les entreprises n'ayant pas d'historiques de cotation suffisant ;
- Les observations aberrantes identifiées ;
- Les entreprises retirées de la cote durant l'intervalle temporel retenu ;
- Les entreprises accusant l'absence de certaines données (valorisation boursière, bilan détaillé).

1.2. La méthode d'échantillonnage.

La constitution d'un échantillon, que l'approche soit qualitative ou quantitative, qu'il comporte un seul cas ou au contraire une multitude de cas, constitue une étape essentielle dans la recherche car participant de sa validité interne et externe. L'échantillonnage consiste à tirer des informations d'une fraction de population, de façon à en tirer des conclusions sur une étude au sujet de l'ensemble de la population. Son objectif est donc de fournir un échantillon qui représentera la population et reproduira aussi fidèlement que possible les principales caractéristiques de la population étudiée.

En pratique, s'il existe plusieurs méthodes d'échantillonnage, probabiliste, par quota, par choix raisonné et par convenance, les deux premières permettant une inférence statistique, la troisième une inférence analytique et la quatrième est sans objectif de conclusion. Pour les fins de notre recherche, c'est la quatrième méthode que nous avons suivie : la sélection s'est faite « *en fonction des seules opportunités qui se sont présentées, sans qu'aucun critère de choix n'ait été défini a priori* »¹⁰⁵. Il s'agit plus précisément d'une méthode non probabiliste dont la constitution de l'échantillon repose sur une sélection subjective dans laquelle la probabilité de sélection de chaque élément n'est pas connue d'avance. En effet, au vu des contraintes liées principalement à la disponibilité des données, nous avons sélectionné les éléments qui ont été les plus facilement accessibles dans la constitution de notre échantillon, avec pour principal objectif l'homogénéité des éléments sélectionnés et la représentativité de la population d'origine.

1.3. Taille de l'échantillon final.

Généralement, les études empiriques doivent composer avec les problèmes liés aux biais d'échantillonnage. Différentes contraintes liées à l'échantillonnage nous ont amenés à revoir à la baisse nos ambitions de départ et de recourir à un échantillon de convenance. Ainsi, dans

¹⁰⁵ ROYER I. et ZARLOWSKI P., « Échantillon(s) ». dans Thiétart R.A. (Ed.), Méthodes de recherche en management, Dunod, 2^{ème} Edition., 2003, p. 192-227.

une optique de minimisation de ces contraintes, nous avons eu recours à toutes les données disponibles relatives aux sociétés non financières inscrites à la cote de la BVC, sur une période à la fois assez longue pour permettre d'observer l'évolution des entreprises à travers le temps, et en même temps assez courte pour éviter tout changement structurel.

En ce sens, Calder et *al.*, (1982)¹⁰⁶ rassurent quant à la pertinence de cette démarche qui peut être admise pour les recherches où l'aspect théorique est dominant. L'objectif de notre recherche n'étant pas de généraliser les résultats, mais de comprendre la nature de l'impact de l'enracinement du dirigeant sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance de l'entreprise.

Tableau 12 : Les étapes de sélection de l'échantillon final.

Echantillon	Nombre d'observations	Observations écartées
Population de départ	78	
Exclusion de certains secteurs présentant un fonctionnement financier particulier avec une structure financière atypique (Banques, Services Financiers, Sociétés de Crédit-Bail, Compagnies et Courtiers d'assurances).	18	
Exclusion des entreprises pour lesquelles il y a des données manquantes	1	- ENNAKL
Les firmes n'ayant pas d'historiques de cotation suffisant.	4	- TAQA MOROCCO - RESIDENCES DAR SAADA - SODEP-Marsa MAROC - TOTAL MAROC
Exclusion des entreprises ayant subies un changement de périmètre	3	- CENTRALE LAITIERE - DISWAY - COSUMAR
Retrait de la cote	3	- FERTIMA - MEDIACO MAROC - CGI
Echantillon final		49

Source : Elaboré par nous-même.

Au final, l'échantillon est constitué des entreprises marocaines cotées à la bourse des valeurs de Casablanca durant la période 2008-2015. Le nombre d'entreprises formant l'échantillon final est ainsi réduit à 49 entreprises.

Concernant la période d'observation retenue (2008-2015), il est à signaler qu'à l'instar des études antérieures, nous avons choisi un décalage temporel, de trois années pour notre cas, entre la variable dépendante et les variables indépendantes et de contrôle. Ceci permet d'éviter le risque d'une causalité inverse (Lee et Park, 2008) d'une part, et de laisser du temps

¹⁰⁶ CALDER, B.J et *al.*, « *The Concept of External Validity* », *Journal of Consumer Research*, Vol. 9 (N° 3), 1982, p. 240-244.

aux caractéristiques liées à la structure de propriété, au conseil d'administration et aux dirigeants de révéler leurs impacts sur la performance des entreprises. Ainsi les données relatives à la structure de propriété, au conseil d'administration, à l'enracinement des dirigeants et aux variables de contrôle ont été collectées pour la période 2008-2010. Tandis que les données nécessaires au calcul de la performance de l'entreprise ont été collectées pour la période 2013-2015.

1.4. Sources et instruments de collecte des données.

Après avoir présenté la procédure d'échantillonnage, il convient à présent de faire autant pour l'instrument et les sources de recueil des informations. Ainsi, pour les besoins de cette recherche, une combinaison de plusieurs sources de données a été mobilisée et mises en cohérence dans un système de bases de données. En effet, l'alimentation et l'évaluation des modèles à testés ont nécessités de longues séries temporelles continues de données. Celles-ci proviennent essentiellement du site web de la BVC et le reste a été collecté manuellement à partir des rapports annuels et des prospectus d'émission disponibles sur les sites internet des sociétés concernées ou celui de l'autorité du marché des capitaux. Les données manquantes ont été recherchées sur les bases de données financières (Bloomberg, Reuters, etc.) et dans la presse spécialisée. Les nombreux recoupements effectués entre les différentes sources confortent la validité interne de nos données et sont un gage de la solidité de notre matériel empirique.

Au final, notre collecte d'information s'est appuyée essentiellement sur des matériaux constitués de communications écrites (Rapports annuels, communications financières, presse spécialisées, etc.) pour répondre aux types de données nécessitées par les modèles utilisés dans cette recherche.

Tableau 13 : Sources d'information des données de notre recherche.

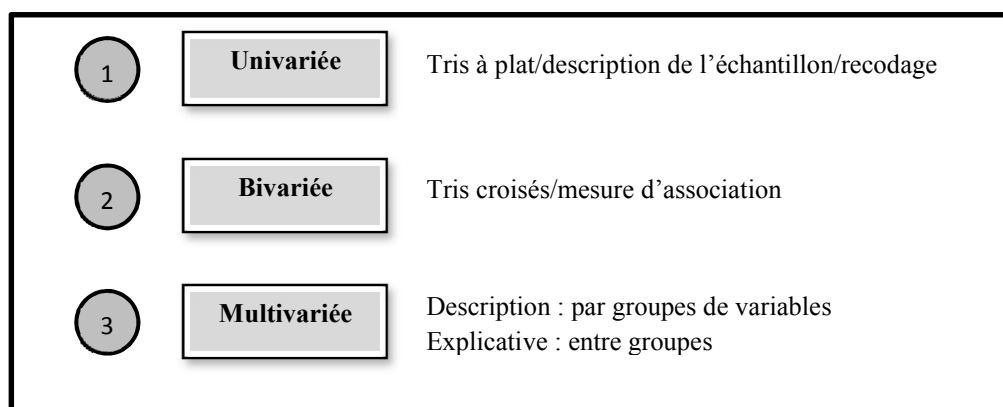
Types de données	Description des données	Source d'information
Données relatives à la performance	- ROE	Rapports et comptes annuels disponibles sur les sites de la BVC et des sociétés concernées.
Données relatives aux structures de gouvernance	- Concentration de la propriété ; - Catégorie des actionnaires ; - Taille du conseil d'administration ; - Indépendance du CA.	www.cdgcapitalbourse.ma www.ammc.ma (Autorité Marocaine du Marché des Capitaux) www.african-markets.com
Données sur les dirigeants	- Age du dirigeant ; - Ancienneté du dirigeant dans son poste.	www.zonebourse.com www.lavieeco.ma www.l'économiste.ma www.viadeo.com www.linkedin.com www.africanmanager.com www.bloomberg.com www.theofficialboard.fr www.lemagazinedumanager.com
Données propres aux entreprises	- Taille de l'entreprise ; - Age de l'entreprise ; - Secteur d'activité ; - Localisation géographique ;	- Sites institutionnels ; - Rapports annuels.

Source : Elaboré par nous-même.

Les tests statistiques et modèles de recherche.

La vérification empirique des hypothèses de recherche établies à l'issue de la première section du présent chapitre, nous impose le recours à l'utilisation de traitements statistiques. Il s'agit de traduire les hypothèses de recherche en hypothèses statistiques testables par des outils également statistiques. Pour ce faire, nous recourrons à des méthodologies descriptives correspondant à des analyses univariées et bivariées, complétées par des méthodologies explicatives de type multivariées conformément à la figure ci-dessous :

Figure 11: Stratégie d'analyse statistique



Source : Carricano et poujol (2009)¹⁰⁷

Avant de passer à la vérification empirique des hypothèses de recherche, nous présentons dans le cadre de cette section les principaux tests statistiques envisageables dans chacun des trois niveaux d'analyses précités. Il s'agit de spécifier les aspects méthodologiques des tests envisagés compte tenu de la problématique de la recherche et des données mobilisées.

Sur ce, cette section s'articule en deux étapes : une première dédiée à la présentation des analyses descriptives univariées et bivariées, et une deuxième portant sur les analyses multivariées.

¹⁰⁷ CARRICANO M. et POUJOL F., « Analyse de données avec le logiciel SPSS », Pearson Education France, 2009, p. 20

I. Analyses descriptives.

La description des données constitue un préalable à toute démarche analytique. « *La plupart des enquêtes se limitent à cette étape, qui donne un premier niveau de lecture des résultats ou l'identification de certaines relations entre des variables de l'étude* »¹⁰⁸. Cette étape permet de comprendre les grandes tendances et les particularités des données étudiées, par le biais de deux catégories d'analyses : univariées et bivariées.

1. Analyses descriptives univariées.

L'analyse univariée est une approche simple qui consiste à examiner la distribution des observations selon les différentes modalités d'une variable. Il s'agit d'un tri à plat qui permet de décrire les caractéristiques de la population ou de l'échantillon étudié selon diverses modalités, notamment la tendance centrale, la dispersion la distribution.

1.1. Analyse de la tendance centrale :

Les mesures de tendance centrale, appelée aussi paramètres de position, permettent de définir, pour une variable quantitative, une valeur centrale autour de laquelle les observations ont tendance à se rassembler. En d'autres termes, il s'agit de définir la valeur la plus représentative, la modalité qui apparaît le plus souvent ou celle qui est la plus proche de toutes les modalités, d'une série d'observations. Pour ce faire, plusieurs mesures sont disponibles dont les plus utilisées sont la moyenne arithmétique, la médiane et le mode.

- **La moyenne** constitue la mesure de la tendance centrale la plus utilisée. Celle-ci présente plusieurs types en fonction du problème étudié (arithmétique, géométrique, harmonique ou quadratique). La plus simple et la plus couramment utilisée est la moyenne arithmétique qui correspond à la somme des valeurs de l'ensemble des observations divisée par l'effectif ;
- **La médiane** correspond à une moyenne de position qui subdivise en deux sous-ensembles les observations d'une variable quantitative comprenant de part et d'autre le même nombre d'observations ;
- S'agissant du **mode**, il s'agit d'une moyenne de fréquence qui représente la valeur statistique ayant la plus grande fréquence d'occurrence.

¹⁰⁸ CARRICANO M. et POIJOL F, 2009, Op. cit., p. 29.

1.2. Analyse de la dispersion.

L'analyse de la dispersion consiste à quantifier la fluctuation des observations d'une variable autour de la valeur centrale. La mesure à envisager dépend de la nature de la variable étudiée. Ainsi, lorsque celle-ci est de nature nominale, la dispersion est appréciée au moyen de l'étendue, tandis que celle d'une variable métrique est donnée par la variance ou l'écart-type.

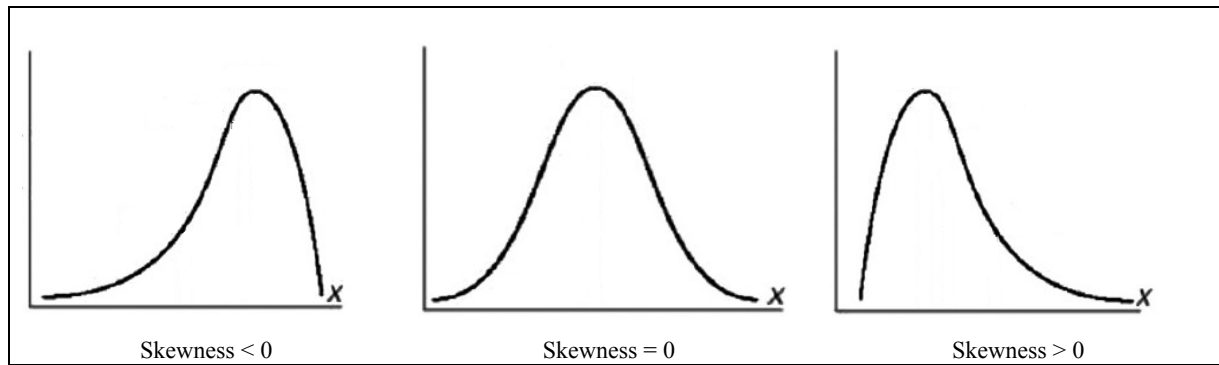
- **L'étendue** constitue la mesure de dispersion la plus simple. Il représente l'écart entre les valeurs extrêmes, c'est-à-dire la différence entre la plus grande et la plus petite des valeurs observées d'une variable donnée. Cette mesure, notée $E = x_{max} - x_{min}$, présente cependant un inconvénient majeur consistant dans sa sensibilité aux valeurs aberrantes ;
- **L'écart-type** et son carré la variance, constituent les indicateurs les plus utilisés pour l'analyse de dispersion des variables métriques. L'écart-type, noté σ_i , mesure la dispersion autour de la moyenne, c'est-à-dire la moyenne des écarts à la moyenne, exprimé dans la même unité que les observations.

1.3. Analyse de la distribution :

La normalité de la distribution d'une variable est tributaire de deux conditions : la symétrie et le non aplatissement appréciables, respectivement, à travers les coefficients de symétrie (*skewness*) et d'aplatissement (*Kurtosis*).

Le premier indice vérifie si les observations sont équitablement distribuées autour de la valeur moyenne. Une distribution est parfaitement symétrique lorsque le *skewness* est égal à 0. Un coefficient positif correspond à une distribution asymétrique à droite, et inversement lorsque la distribution a un *skewness* négatif.

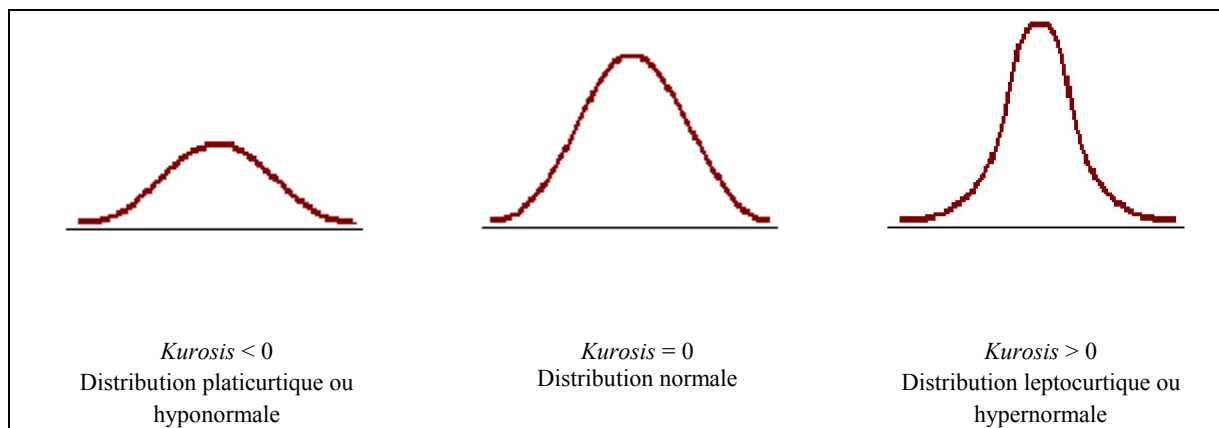
Figure 12 : La symétrie d'une distribution.



Source : Adapté de Bressoud et Kahané (2009)¹⁰⁹.

Le deuxième indice correspond à la platitude de la courbe de distribution, c'est-à-dire le degré de concentration des observations dans les deux queues de la courbe. Pour une distribution normale, le *kurtosis* est nul. En effet, une dispersion importante des observations serait synonyme d'une courbe aplatie par rapport à l'aplatissement d'une distribution normale (la distribution est platicurtique ou hyponormale), par contre, lorsque la courbe est plus pointue que la courbe normale, la distribution est dite leptocurtique ou hypernormale.

Figure 13 : L'aplatissement d'une distribution.



Source : Adapté de Bressoud et Kahané (2009)¹¹⁰

En pratique, les valeurs acceptables pour les deux coefficients ne recueillent pas l'unanimité au sein de la communauté scientifique. Selon Mercanti-Guérin (2005), les valeurs critiques admises sont en valeurs absolues de 1 pour le *skewness* et 1,5 pour le *kurtosis*. D'autres auteurs, notamment Hair et *al.* (1998), admettent une fourchette plus large de ± 3 pour les deux indices.

¹⁰⁹ BRESSOUD E. et KAHANÉ J.C., « Statistique descriptive : Applications avec Excel et la calculatrice », Pearson Education France, 2009, p. 86

¹¹⁰ *Ibid.*, p. 87

2. Analyses descriptives bivariées.

L'analyse bivariée permet d'examiner les relations entre deux variables. Elle consiste en un croisement de variables, prises par paires, pour mettre en évidence d'éventuelles corrélation, la détermination de sa force ou intensité ainsi que sa direction. L'intérêt pour ce type d'analyses réside dans le fait d'apporter des réponses qui aident à interpréter les résultats des tests multivariées. Par ailleurs, la vérification des liaisons bivariées constitue un préalable indispensable à certaines analyses multivariées. En effet, les fortes corrélations entre variables explicatives peuvent compromettre l'efficacité statistique des procédures multivariées.

Pour réaliser une analyse bivariée, on distingue plusieurs démarches statistiques selon la nature des variables à croiser. Le tableau suivant en expose les principales :

Tableau 14 : Les démarches d'analyse bivariée.

	Qualitative vs Qualitative	Qualitative vs Quantitative	Quantitative vs Quantitative
Type d'analyse	Tableau croisé	- Comparaison de moyennes	- Test de corrélation de Pearson - Régression simple ¹¹¹
Tests statistiques	khi-deux	- T de student (deux moyennes) - F (Anova) (deux moyennes ou plus)	- t (corrélation) ou - F (régression)

Source : Adapté de Plaisent et al. (2009)¹¹²

Compte tenu de la pluralité des méthodes disponibles, et de la nature quantitative des données empiriques mobilisées par notre recherche, nous avons privilégié le test de corrélation de Pearson.

II. Analyses multivariées.

Après un premier niveau d'analyse essentiellement descriptif, vient dans un deuxième temps une série d'analyses multivariées sensées perfectionner l'étude empirique et palier aux limites de l'analyse descriptive. Il est question de mettre en relation, simultanément, l'ensemble des variables afin de déterminer la contribution respective de chacune sur une

¹¹¹ L'analyse par régression simple peut également servir pour l'analyse de dépendance entre une variable quantitative et une autre qualitative de type binaire. L'analyse par régression simple aboutit en pratique à une analyse de variance (ANOVA) avec une variable quantitative et une variable muette de type binaire (1,0). Si la variable qualitative comporte plus de deux catégories, l'analyse de variance à partir de la régression requiert une régression multiple.

¹¹² PLAISENT M. et al., « Introduction à l'analyse des données de sondage avec SPSS », Ed PUQ, (2009), p.97

variable dépendante. Dans notre cas, nous souhaitons expliquer l'effet de l'enracinement des dirigeants sur l'efficacité des MGE. Structurée en deux étapes, notre réflexion commence par démêler la nature de la relation entre les MGE et la performance de l'entreprise, suivie par la vérification de l'effet modérateur de l'enracinement sur la relation initialement exposée.

Ainsi, la nature quantitative de nos variables ainsi que les objectifs explicatifs de notre recherche, nous amène à expliquer, dans ce qui suit, la démarche statistique multivariée appropriée, notamment pour la vérification de l'effet modérateur.

1. Analyse de l'effet modérateur.

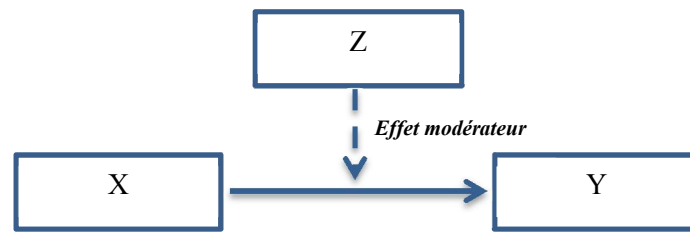
Pour rappel, l'objectif de notre recherche est d'appréhender la nature de l'impact de l'enracinement du dirigeant sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance, en l'occurrence la structure de propriété et le conseil d'administration. Pour ce faire nous nous proposons de structurer l'analyse en deux temps, correspondant aux deux hypothèses centrales, conformément aux recommandations de Baron et Kenny (1986). Ainsi, la première hypothèse, qui se veut intermédiaire, porte sur le lien direct entre les mécanismes de gouvernance et la performance. La seconde s'inscrit dans le cadre de l'étude de l'influence de l'enracinement du dirigeant, a priori « modérateur », sur la relation initialement exposée.

Ceci dit, nous présentons, dans ce qui suit, la définition du concept de variable modératrice et des modalités d'analyse de son effet afin de spécifier la démarche la plus appropriée pour notre recherche et les prérogatives de son application.

1.1. Définition de la variable modératrice.

Par définition, une variable modératrice est une variable intermédiaire (Z) qui module l'intensité de la relation entre une variable indépendante (X) et une variable dépendante (Y) (Baron et Kenny, 1986). En d'autres termes, l'effet modérateur est constaté lorsque l'interaction entre la variable modératrice (Z) et la variable indépendante (X) influe sur l'intensité, le sens et/ou la forme de la relation entre la variable indépendante (X) et la variable dépendante (Y).

Figure 14 : Représentation de l'effet modérateur.



Source : Carricano et poujol (2009)¹¹³

Le principe d'une variable modératrice est que le prédicteur (X) ne suffit pas à expliquer, à lui seul, les variations du phénomène prédit (Y), et que d'autres paramètres intermédiaires peuvent intervenir entre la variable indépendante et la variable dépendante.

Par ailleurs, les variables modératrices peuvent différer d'une part selon leur nature dichotomique ou continue (Baron et Kenny, 1986), et d'autre part selon l'intensité de leur relation avec la variable indépendante et de la nature de leur lien avec la variable dépendante (Sharma et al ., 1981).

1.2. Démarches d'évaluation.

D'une manière générale, l'effet modérateur d'une variable sur une relation donnée peut être vérifiable au moyen de plusieurs méthodes. Celles-ci varient en fonction de la nature des variables retenues. Il s'agit essentiellement des analyses de variance ANOVA, des analyses multigroupes par comparaison de corrélations et des régressions multiples hiérarchiques (Aiken et West, 1991).

Tableau 15 : Tests de vérification de l'effet modérateur.

	ANOVA	Comparaison de corrélations	Régressions multiples hiérarchiques
Dépendante	Continue	Continue	Quantitative
Indépendante	Qualitative	Continue	Quantitative
Modératrice	Qualitative	Dichotomique	Quantitative

Source : Synthèse de la littérature.

¹¹³ CARRICANO M. et POUJOL F, 2009, Op. cit., p. 14

1.2.1. Analyse de variance à deux facteurs.

L'effet modérateur peut également être mis en évidence en ayant recours à une ANOVA à deux facteurs. Cette méthode est utilisée lorsque l'analyse mobilise des variables indépendante et modératrice mesurées sur une échelle nominale et une variable dépendante mesurée sur une échelle quantitative (échelle, intervalle, rapport, etc.).

La démarche générale consiste à comparer les moyennes résultant de la distribution de la variable quantitative selon les catégories que comportent les variables qualitatives. Il s'agit de d'évaluer les effets des variables indépendante et modératrice, ainsi que leur interaction dont l'effet doit être significatif, sur la variable expliquée.

Toutefois, cette approche présente plusieurs inconvénients dont le principal est son incapacité à tester plus d'un lien à la fois.

1.2.2. Analyses multigroupes par comparaison de corrélations :

La vérification de l'effet modérateur peut également passer par une analyse multigroupe. Celle-ci est utilisable lorsque l'analyse met en jeux une variable modératrice de nature dichotomique tandis que les variables indépendantes et dépendantes sont de nature continue.

La démarche d'analyse consiste à subdiviser la population globale des observations en sous-groupes selon les différentes modalités de la variable modératrice. Ensuite, une régression multiple est effectuée, sur chacun des sous-groupes, entre les variables indépendantes et la variable à expliquer. L'effet modérateur est ainsi constaté lorsque des différences sont observées dans les paramètres de régression (coefficients bêta et coefficient de détermination R-deux) des différentes régressions.

Néanmoins, cette démarche présente deux inconvénients majeurs. Le premier correspond à la perte d'information résultant de la dichotomisation de la variable modératrice. Le second est imputable à la subdivision de l'échantillon initial en sous-groupes peu représentatifs.

1.2.3. Régression multiple avec terme multiplicatif.

L'effet modérateur peut également être apprécié au moyen de régression multiple hiérarchique adaptée¹¹⁴. Selon cette approche, l'analyse consiste à ajouter un effet

¹¹⁴ Appelée « régression multiple modérée » de Sharma et *al.* (1981)

d'interaction représenté par une nouvelle variable ($X*Z$) correspondant au produit des variables indépendantes (X_i) et la variable modératrice (Z). Deux régressions successives sont ainsi envisagées :

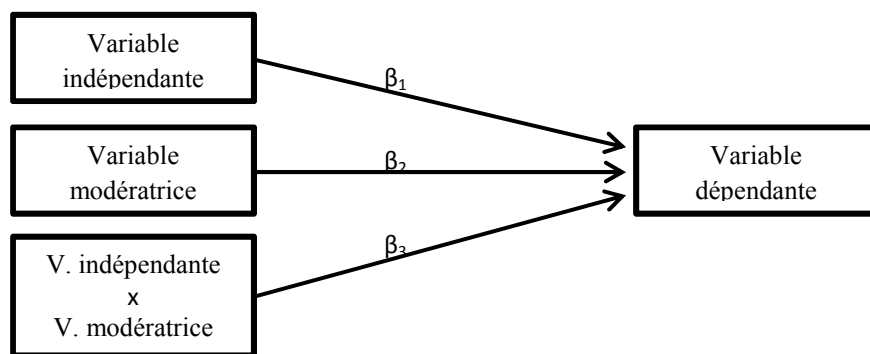
- La première, sans interaction, permet de vérifier l'effet des variables indépendantes (X_i) et modératrice (Z) sur la variable dépendante selon l'équation suivante :

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1.X_i + \beta_2.Z + \varepsilon_i$$

- La seconde régression intègre, en plus, l'effet d'interaction ($X*Z$) et se présente comme suit :

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1.X_i + \beta_2.Z + \beta_3.(X_i*Z) + \varepsilon_i$$

Figure 15 : Test de l'effet modérateur.



Source : Adaptée de Baron et Kenny (1986)¹¹⁵

L'effet modérateur est de ce fait établi lorsque la relation entre la variable multiplicative ($X*Z$) et la variable dépendante (Y) est significative, c'est-à-dire lorsque le coefficient β_3 associé est statistiquement significatif. Il faut par ailleurs que le coefficient de détermination (R^2) de la deuxième régression soit supérieur à celui de la première afin de montrer que la prise en compte de la modulation la prédiction du modèle (Aiken et West, 1991). Dans le cas contraire, l'effet constaté serait un effet quasi-modérateur.

¹¹⁵ BARON R.M. et KENNY D.A., « *The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations* », *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 51 (N° 6), 1986, p. 1173-1182.

2. Choix et présentation de la méthode retenue: Régression linéaire multiple.

Dans notre modèle théorique, nous supposons que la variable « enracinement du dirigeant » modère la relation entre les variables opérationnalisant « les mécanismes de gouvernance » et la variable prédite « Performance de l'entreprise ». Ainsi, compte tenu de la nature des variables engagées, celles-ci étant toutes de nature quantitative, ainsi que de l'objectif explicatif du modèle, nous avons retenu pour l'analyse de la relation initiale, entre les MGE et la performance de l'entreprise, et de l'analyse de l'effet modérateur de l'enracinement du dirigeant sur ladite relation, la méthode de régression linéaire qui nous semble la plus appropriée.

2.1. Présentation de la méthode.

Les analyses de régression constituent l'un des outils statistiques les plus utilisés (Tabachnick et Fidell, 2006). Elles font partie des méthodes explicatives et prédictives qui prennent en considération une ou plusieurs variables indépendantes ou explicatives (X_i) pour rendre compte d'une variable dépendante (Y). L'analyse consiste à estimer les coefficients de l'équation linéaire impliquant les observations d'une ou plusieurs variables indépendantes et d'un terme d'erreur, qui évaluent le mieux la valeur de la variable dépendante.

D'une manière générale, le modèle théorique d'une régression linéaire se présente de la manière suivante :

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1.X_1 + \beta_2.X_2 + \dots + \beta_i.X_i + \varepsilon_i$$

Avec :

β_0	: Constante correspondant à l'ordonnée à l'origine de la droite d'ajustement.
β_i	: Les paramètres à estimer
i	: Le nombre d'observations
Y_i	: Variables dépendantes
X_i	: Variables indépendantes
ε_i	: Terme d'erreur

S'agissant de l'interprétation des résultats d'une régression, celle-ci s'opère à plusieurs niveaux notamment au niveau de l'intensité de la relation, au niveau de sa significativité et par l'examen des résidus.

- Le coefficient standardisé (β_i) associé à une variable indépendante (X_i) traduit l'effet de celle-ci sur la variable dépendante (Y_i) en tenant compte des interactions avec les autres variables prédictives ;
- La qualité de l'ajustement, dit également pouvoir explicatif du modèle, est exprimée par le coefficient de détermination (R^2). Il correspond au pourcentage de la variation totale dans la variable (Y_i) qui est expliquée par la régression. Cet indice peut prendre des valeurs comprises entre 0 et 1. Un (R^2) proche de 1 signifie que la variance résiduelle inexpliquée par la droite de régression est moindre, synonyme d'une bonne qualité d'ajustement. Tandis qu'un coefficient de détermination tendant vers 0, implique le rejet de l'ajustement linéaire ;
- La significativité du modèle vérifiable via le test F de Fisher-Snedecor qui vérifie l'hypothèse selon laquelle il existe au moins une variable indépendante qui explique la variable dépendante. Sa valeur indique que la relation entre les prédictors et la variable prédite, quel que soit son intensité, est susceptible d'exister et qu'elle n'est pas due au hasard ;
- L'examen des résidus (ε_i) revient à apprécier l'exactitude des estimations établies par l'équation de régression. Il s'agit d'étudier l'écart entre les valeurs prédites par le modèle et celles réellement observées. Ce qui en fait un indicateur de performance de l'ajustement de la droite de régression.

2.2. Conditions d'application.

Comme dans toute analyse statistique, le recours aux analyses de régression est conditionné par le respect d'un certain nombre d'exigences préalables. Plusieurs vérifications sont, en effet, nécessaires pour s'assurer de la validité de données mobilisées pour l'estimation des coefficients des modèles testés.

Celles-ci concernent aussi bien les prédictors que les résidus du modèle. Ainsi, les variables indépendantes sont censées être indépendantes, aucune multi-colinéarité ne doit être observée. Quant aux résidus la normalité des résidus, l'homoscedasticité

2.2.1. L'absence de multi-colinéarité entre les variables explicatives.

Du fait du grand nombre de prédicteurs (variables explicatives et de variables de contrôle), les analyses par régressions multivariées sont sujettes aux problèmes de multicollinéarité pouvant compromettre la stabilité du modèle et accroître l'imprécision des coefficients estimés¹¹⁶. Le problème de multicollinéarité survient lorsque la corrélation entre deux ou plusieurs variables explicatives est importante.

Afin de se prononcer sur l'existence ou non de problèmes de multicollinéarité, le plus simple est d'effectuer des tests de colinéarité à la fois bivariée et multivariée. Le premier permet, à travers l'analyse des coefficients de corrélation de Pearson, de mettre en évidence les éventuelles corrélations entre chaque couple de variables, la détermination de son intensité et de son sens. Le niveau de multicollinéarité devient problématique lorsque le coefficient de corrélation bivariée dépasse le seuil critique de 0,7. Le second test, permet de mesurer l'augmentation de l'erreur standard imputable à la corrélation de chaque prédicteur avec les autres (Evrard et *al.*, 2003). Cette vérification peut être opérée via la fonction VIF (Variance Inflation Factor) de la régression¹¹⁷. Les résultats obtenus doivent indiquer une valeur VIF inférieure au seuil critique de 3 et une tolérance inférieure à 0,33 pour qu'il n'y ait pas de problème de multicollinéarité.

2.2.2. Conditions relatives aux résidus du modèle.

Pour pouvoir utiliser l'analyse de régression pour étudier tant la relation entre la variable à expliquer et les variables explicatives que l'effet modérateur d'une autre variable sur ladite relation, certaines hypothèses propres aux résidus doivent également être vérifiées. La première exige la normalité de leur distribution. A défaut, la variable dépendante ou toute au moins une variable indépendante, pourrait avoir une distribution erronée ou que des variables importantes soient manquantes. Pour s'en assurer, plusieurs démarches peuvent être utilisées :

- **Le test de Shapiro-Wilk** : la normalité est confirmée lorsque la significativité du test est supérieure à 5%, ce qui correspond à l'acceptation de l'hypothèse nulle (H_0) selon laquelle les résidus du modèle suivent tous une loi normale ;
- **Le test de Kolmogorov-Smirnov** : *Idem* ;

¹¹⁶ MALHOTRA N., « Etudes marketing avec SPSS », PEARSON EDUCATION. 4^{ème} édition. 2004, p.460

¹¹⁷ BRESSOUX P., « Modélisation statistique appliquée aux sciences sociales », Edition De boeck, 2008, p. 143-145

- **Le test d'asymétrie et d'aplatissement** : une distribution est dite normale lorsqu'elle répond aux conditions de symétrie et de non aplatissement. Pour ce faire, le test d'asymétrie doit afficher un coefficient de de symétrie (*skewness*) inférieure à 1, tandis que le test d'aplatissement est considéré comme acceptable lorsque la valeur du coefficient d'aplatissement (*Krutosis*) inférieure à 1,5 ;
- **Analyse graphique** : la représentation en histogramme des résidus permet de constater si la distribution des résidus suit une loi normale. Dans ce cas, la courbe de gauss doit avoir une forme en cloche symétrique autour de la variable expliquée avec un aplatissement régulier des extrémités¹¹⁸.

La deuxième condition est l'homoscédasticité des résidus, c'est-à-dire l'homogénéité de la distribution des résidus indépendamment des valeurs prises par les variables explicatives¹¹⁹. Cette propriété fondamentale des analyses de régression peut être vérifiée au moyen du test d'homogénéité de Levene appliqué à la série des résidus. La validité du test est, ainsi, conditionnée par le non significativité du test calculé ($P\text{-value} > 5\%$), synonyme de la validation de l'hypothèse nulle (H_0) selon laquelle le modèle est homoscédastique.

En somme, le tableau suivant récapitule cette diversité de démarches et présente succinctement les tests statistiques utilisables ainsi que les conditions de leurs validités :

Tableau 16 : Tests de vérification des conditions préalables à l'analyse de régression.

Condition à vérifier	Méthodes	Paramètres nécessaires
Absence de multi colinéarité	- Matrice de corrélation de Pearson (colinéarité bivariée) - La fonction VIF (Variance Inflation Factor) de la régression. (colinéarité multivariée)	- Coefficients $< 0,7$ - $VIF > 3$ - Tolérance $< 0,3$
Normalité des résidus	- Test de Shapiro-Wilk ; - Test de Kolmogorov-Smirnov ; - Test d'asymétrie et d'aplatissement ; - Analyse graphique.	- Significativité du test $> 5\%$; - <i>Idem</i> ; - $Skewness < 1$ et $Krutosis < 1,5$; - La courbe de gauss doit avoir une forme en cloche symétrique autour de la variable expliquée avec un aplatissement régulier des extrémités.
Homoscédasticité des résidus	- Test d'homogénéité de Levene	- Significativité du test $> 5\%$;

Source : Adaptée de la littérature.

¹¹⁸ GUJARAT D.N., « Econométrie », Edition De boeck, 2004, p. 149.

¹¹⁹ Par opposition, lorsque la dispersion des résidus n'est pas homogène, on parle d'hétéroscédasticité des résidus.

Conclusion du chapitre 1 :

A ce stade de notre thèse, ce chapitre était indispensable pour concevoir la méthodologie de recherche à même de nous permettre d'appréhender la réalité objet de notre recherche. L'idée de s'assurer que la démarche adoptée soit d'une pertinence et d'une validité acceptable par la communauté scientifique.

En tant que tel, ce chapitre a été l'occasion de formuler les hypothèses de recherche issue d'une revue approfondie de la littérature. S'en suivi la justification des choix de la posture épistémologique positiviste et de la démarche hypothético-déductive faisant appel à une approche quantitative appuyée sur la méthode de régression linéaire multiple modérée comme méthode d'analyse statistique. Nous avons en outre procédé à l'identification puis à l'opérationnalisation des variables nécessitées par la recherche.

Chapitre 2 :

Traitement et mise en perspective des résultats empiriques.

Introduction du chapitre 2:

Pour rappel, l'objectif de cette recherche consiste à vérifier empiriquement l'effet de l'enracinement managérial sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise. Pour répondre à cet objectif, nous avons supposé que l'enracinement aurait un effet modérateur de la relation entre les MGE et la performance de l'entreprise, c'est-à-dire que cette relation serait impactée, en ce qui concerne son intensité, son signe ou même son sens, en fonction des différentes manifestations de la variable modératrice qu'est l'enracinement du dirigeant.

A cet égard, il importe de savoir au préalable si les mécanismes en question présentent bien un effet sur la performance de l'entreprise, avant de s'investir dans la vérification d'une éventuelle modération de l'enracinement managérial. Pour ce faire, notre réflexion s'est structurée autour d'une double question : quel est l'impact des MGE sur la performance de l'entreprise (1) et quel est l'impact de l'enracinement du dirigeant sur cette relation (2) ? Chacune de ces questions a donné lieu à une série d'hypothèses testées chacune dans une section à part (sections 2 et 3).

Ainsi, ce dernier chapitre, aboutissement de notre recherche, est organisé en trois sections :

- La première section correspond à une analyse univariée préliminaire donnant les éléments descriptifs de notre échantillon et des variables retenues pour l'analyse ;
- La seconde section revient sur les liens directs entre les mécanismes de gouvernance et la performance de l'entreprise. Il s'agit de soumettre à l'analyse le modèle empirique à même de vérifier la première série d'hypothèses posées pour appréhender la nature de la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance de l'entreprise ;
- Quant à la dernière section, il est question de se prononcer, compte tenu des résultats des régressions effectuées, sur les hypothèses formulées pour capturer l'effet modérateur de l'enracinement sur la relation MGE/performance de l'entreprise.

Bien entendu, les résultats empiriques observés dans les sections (2) et (3), feront l'objet d'une discussion et interprétation afin de les relier, par un retour sur notre revue de la littérature, aussi bien au cadre conceptuel qu'à la problématique de la recherche.

Analyse descriptive des données.

La description des données constitue un préalable, parfois indispensable, dans toute recherche quantitative. Elle permet de comprendre les grandes tendances et les particularités de l'échantillon étudié et donne un premier niveau de lecture des résultats.

Nous abordons, alors dans cette section la composition et les caractéristiques de notre échantillon final. Puis nous présentons les éléments descriptifs du terrain empirique.

I. Caractéristiques de l'échantillon final.

Sur une population initiale composées des entreprises marocaines inscrites à la côte de la BVC, notre échantillon final est composé de 49 entreprises, après l'exclusion de celles des secteurs financiers et des entreprises accusant un manque de données en rapport avec les critères recherchés (les caractéristiques des mécanismes de gouvernance, celles du dirigeants et enfin les caractéristiques propres à l'entreprises). Le critère d'éligibilité de notre échantillon est donc d'être entreprise faisant appel public à l'épargne. Ce choix se comprend par les obligations juridiques en termes d'informations des parties prenantes auxquelles sont soumises ces entreprises.

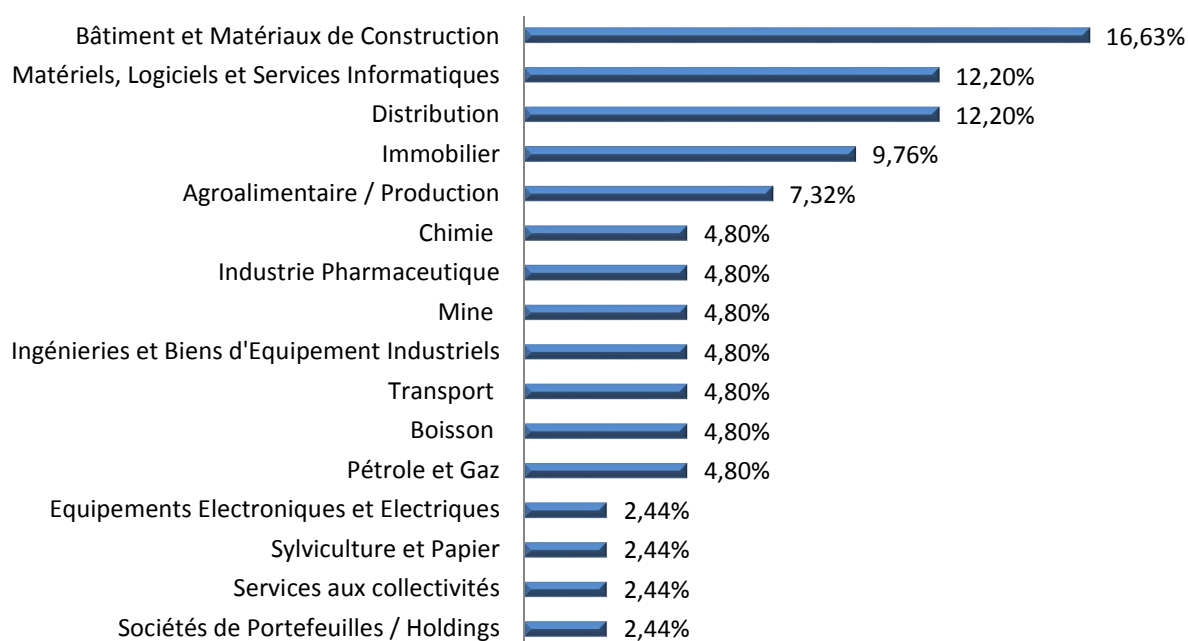
Avant de passer à l'analyse descriptive des variables des modèles empiriques envisagés, nous nous proposons de présenter les caractéristiques démographiques et fonctionnelles des entreprises de l'échantillon retenu en vue d'une interprétation rigoureuse des résultats des analyses quantitatives. Ainsi, les traits caractéristiques des entreprises seront présentés suivant leur répartition dans les sept groupes de variables suivants :

- Le secteur d'activité ;
- La région géographique ;
- Le compartiment de la bourse
- La date d'introduction en bourse ;
- L'âge de l'entreprise ;
- La taille (effectif) ;

1. La distribution sectorielle de l'échantillon.

Au regard de la méthode d'échantillonnage retenue¹²⁰, et de l'exclusion volontaire des entreprises des secteurs financiers, les entreprises restantes peuvent être classées dans 16 branches d'activités telles que répertoriées dans la base de données de la Bourse des valeurs de Casablanca (BVC). Sur la base de cette classification, la répartition sectorielle des entreprises de notre échantillon peut être présentée tel que schématisée ci- dessous :

Graphique 1 : Répartition sectorielle de l'échantillon.



Source : Elaboré par nous même

Coté représentativité, la répartition de l'échantillon par groupe de secteurs, telle que présentée par le Graphique (N° 1), met en évidence une répartition sectorielle assez inégale. Nous constatons, en effet, que 16,63% des entreprises appartiennent au secteur du « Bâtiment et Matériaux de Construction », 12,20% aux secteurs « Matériels, Logiciels et services informatiques » et « distribution », 9,76% au secteur « Immobilier », suivi du secteur « Agroalimentaire/Production » avec 7,32%. Les secteurs « Chimie », « Industrie Pharmaceutique », « Mine », « Ingénieries et Biens d'Equipeement Industriels », « Transport », « Boisson » et le secteur « Pétrole et Gaz » représentent tous la même proportion à savoir 4,80%. Le reste de notre échantillon est réparti uniformément entre les autres secteurs restants.

¹²⁰ Pour rappel, c'est la méthode d'échantillonnage par convenance qui est suivie. Il s'agit plus précisément d'une méthode non probabiliste qui repose, pour la constitution de l'échantillon, sur une sélection subjective dans laquelle la probabilité de sélection de chaque élément n'est pas connue d'avance. Le chercheur y dessine son échantillon au gré des opportunités qu'il rencontre et de la disponibilité des données,

2. La distribution géographique :

Sur le plan géographique, la répartition des entreprises de notre échantillon montre que celles-ci sont implantées dans les trois régions qui constituent les pôles économiques les plus importants du Maroc. Ainsi, à l'exception de CARTIER SAADA, seule entreprise implantée dans la région de Marrakech, la région du Grand Casablanca s'accapare la part du lion avec 38 entreprises (77,55%), suivie par la région de Rabat-Salé avec 7 entreprises (soit 14,29%) et enfin la région de Tanger avec 3 entreprises (6,12%).

Tableau 17 : Régions d'implantation des entreprises de l'échantillon

Régions	Fréquence	Pourcentage
Casablanca - Settat	36+2	77,55%
Rabat- Salé - Kenitra	7	14,29%
Tanger - Tétouan - Al Hoceima	3	06,12%
Marrakech-Safi	1	02,04%
Total	49	100,00%

Source : Elaboré par nous-même.

3. Age de l'entreprise :

Pour une meilleur représentation de l'ancienneté des entreprises constituant notre échantillon, il a été décidé d'adopter un système de classification par tranche d'âge avec comme points de rupture 20, 30, 40 et 50 ans.

Tableau 18 : Age des entreprises de l'échantillon

Ancienneté	Fréquence	Pourcentage
10-20 ans	4	7,32%
21-30 ans	13	26,82%
31-40 ans	8	12,20%
41-50 ans	4	7,32%
Plus 50 ans	20	46,34%
Total	49	100,00%

Source : Elaboré par nous-même.

A la lecture du tableau, on constate que 46,34% des entreprises ont une ancienneté supérieure à 50 ans. Suivi par la tranche 21-30 ans qui totalise un peu près de 27%. On peut ainsi conclure que plus de la moitié de notre échantillon est constituée d'entreprise affichant une ancienneté supérieure à 40 ans.

4. Taille de l'entreprise.

Dans notre analyse, nous avons distingué trois groupes d'entreprises (grande entreprise, PME, micro-entreprise) selon leur taille mesurée par l'effectif et le total du bilan. Cette catégorisation correspond à celle adoptée par une commission mixte composée de Bank Al-Maghrib et du GPBM¹²¹ et qui se définit comme suit :

Tableau 19 : Critères de classification selon la commission mixte composée de Bank Al-Maghrib et du GPBM.

Catégorie	Effectif	Total Bilan (DH)
Micro-entreprise	< à 10 salariés	< à 15 millions
PME	< à 250 salariés	< 90 millions
Grande entreprise	250 et plus	90 millions et plus

Source : commission mixte composée de Bank Al-Maghrib et du GPBM

Au regard de ces critères, la ventilation des entreprises de notre échantillon peut être présentée comme suit :

Tableau 20 : Taille des entreprises.

Catégorie	Effectif		Total Bilan (DH)	
	Fréquence	Pourcentage	Fréquence	Pourcentage
Micro-entreprise	0	0 %	0	0 %
PME	10	20,40%	2	4,08%
Grande entreprise	24	79,60%	47	95,92%

Source : Elaboré par nous-même.

Comme il se dégage du tableau ci-dessus, notre échantillon est composé essentiellement des grandes entreprises (95,92% selon la variable Total du Bilan et 79,60% selon l'effectif) et à moindre mesure par les PME (20,40% selon l'effectif et 4,08% selon le total du bilan).

5. Compartiments de la bourse :

Une autre variable peut compléter notre description, à savoir le compartiment où sont inscrits les titres de l'entreprise. Pour rappel, la BVC met à la disposition des émetteurs trois compartiments distincts dont l'accès est tributaire de conditions exposées dans le tableau ci-après :

¹²¹ Cette commission s'est chargée d'élaborer des systèmes de rating bancaire, dans le cadre de l'alignement des banques marocaines sur les nouveaux standards européens issus des accords de "Bâle II". Ce système a été adopté par l'ensemble des banques marocaines au cours du deuxième semestre 2004.

Tableau 21 : Conditions d'éligibilité aux trois compartiments de la BVC

	Marché principal	Marché développement	Marché croissance
Profil des entreprises	Grandes entreprises	Entreprises de taille moyenne	Entreprises en forte croissance
Capitaux propres minimum en millions de DH	50 MDH	Pas de limite fixée	Pas de limite fixée
Chiffre d'affaires minimum en millions de DH	Pas de limite fixée	Plus de 50 MDH	Pas de limite fixée
Nombre d'exercices certifiés	3	2	1
Comptes consolidés	Oui (si l'entreprise dispose de filiales)	Facultatif	Facultatif
Nombre minimum de titre à émettre	250 000 actions	100 000 actions	30 000 actions
Montant minimum à émettre en millions de DH ¹²²	75 MDH	25 MDH	10 MDH
Convention d'animation	Facultative	1 année	3 années

Source : www.bourse-casablanca.com

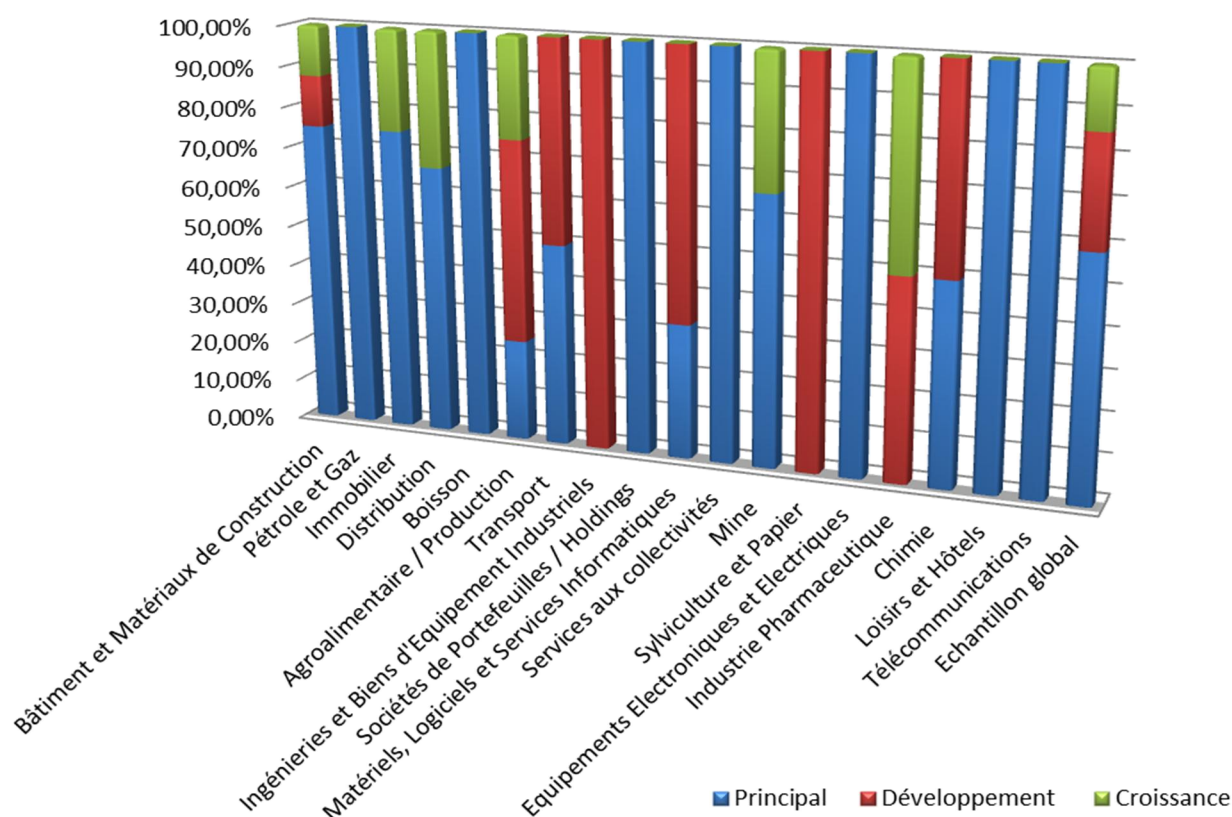
Dans notre cas, le graphique n° 2 met en évidence que 29 entreprises, soit 59,18% de l'échantillon, sont inscrites au premier compartiment, avec une prépondérance des entreprises des secteurs « Bâtiment et Matériaux de Construction » et « Distribution » représentant respectivement 6 et 4 des 29 entreprises en question. Par contre, les secteurs « Ingénieries et Biens d'Equipement Industriels », « Sylviculture et Papier » et « Industrie Pharmaceutique » ne comptent aucune entreprise dans ce compartiment.

Les inscriptions au deuxième compartiment concernent 14,29% des entreprises avec une domination relative du secteur « Matériels, Logiciels et Services Informatiques » représentant 4 entreprises sur les 13 que compte ce compartiment. Notons que ce compartiment se caractérise par l'absence de représentativité de 10 secteurs parmi les 18 secteurs représentés par notre échantillon.

Le troisième compartiment compte, quant à lui, 7 inscriptions : deux du secteur « Distribution » et le reste est réparti équitablement entre les secteurs « Bâtiment et Matériaux de Construction », « Immobilier », « Agroalimentaire / Production », « Mine » et « Industrie Pharmaceutique ».

¹²² Ce montant correspond à la somme que l'émetteur souhaite lever et correspond au nombre de titres mis à la disposition du public multiplié par le cours d'introduction retenu.

Graphique 2 : Répartition des compartiments par secteurs d'activités.



Source : Elaboré par nous-même.

Les grandes caractéristiques des entreprises composant notre échantillon ayant été dégagées, il importe à présent de mener notre analyse descriptive des variables opérationnalisant les concepts mobilisés par la question de recherche. Cette étape constitue un préalable indispensable à toute analyse multivariée.

II. Analyse descriptive des variables.

Appliquée à notre échantillon de 49 entreprises, l'analyse descriptive a pour objectif de comprendre les grandes tendances et les particularités des phénomènes étudiés. Réalisé à l'aide du logiciel SPSS, ce premier niveau d'analyse porte, à la fois, sur les variables performance, caractéristiques de la structure de gouvernance en termes de structure de propriété et de conseil d'administration, et sur celles en rapport avec le particularisme des dirigeants notamment l'âge et l'ancienneté en poste. Nous nous assurons également de la normalité des données au moyen des coefficients d'asymétrie (*Skewness*) et d'aplatissement (*Kurtosis*).

1. Variable dépendante : la variable « performance de l'entreprise ».

Examinons tout d'abord les statistiques descriptives de la variable dépendante « performance de l'entreprise ». Celles-ci, telle que présentées dans le tableau n° 22, mettent en évidence un ROE moyen de (-0,4706). L'analyse souligne également une grande disparité des observations entre un minimum de (-16,62) enregistré par SAMIR à un maximum de (1,355) affiché par STROC INDUSTRIE.

Tableau 22 : Analyse descriptive des caractéristiques de la structure de propriété.

	Performance de l'entreprise (ROE)
Minimum	-16,6200
Maximum	1,3550
Moyenne	-0,470554
Ecart type	2,8702565
Asymétrie	-4,938
Erreur std. d'asymétrie	0,347
Aplatissement	24,992
Erreur std. d'aplatissement	0,681

Source : Elaboré par nous-même.

Ces résultats cachent des disparités sectorielles importantes soulignées par la valeur de l'écart-type. Les entreprises les moins profitables sont respectivement celles œuvrant dans les secteurs « Pétrole et Gaz », « Distribution » et « Chimie », qui affichent toutes des ROE sectoriels négatifs. A l'inverse, le reste des secteurs sont tous de performance positive, avec en tête le secteur «Ingénieries et Biens d'Equipement Industriels » avec un ROE de 70,73%.

Enfin, s'agissant de la distribution des observations, nous constatons un réel problème de non-normalité. Ceci dit, cette variable n'étant pas utilisable en l'état pour conduire les tests de régression envisagés, une transformation logarithmique de la variable a été opérée afin d'obtenir une forme de distribution qui respect la condition de normalité. Cette procédure, dans notre cas, permet d'aboutir aux statistiques suivantes :

Tableau 23 : Analyse de la distribution de la variable dépendante après transformation.

	Performance de l'entreprise (ROE)
Asymétrie	-0,864
Erreur std. d'asymétrie	0,357
Aplatissement	2,871
Erreur std. d'aplatissement	0,702

Source : Elaboré par nous-même.

La Nouvelle variable indique des valeurs acceptables, pour les coefficients de symétrie et d'aplatissement, et ce par rapport aux exigences théoriques respectives de (1) et (1,5). Cette transformation a, de ce fait, permis de rectifier le biais d'anormalité observé dans la variable d'origine.

2. Analyse descriptive des variables explicatives.

La deuxième série d'analyses descriptives consiste à décrire et commenter les mesures retenues pour chacune des variables explicatives correspondant aux mécanismes de gouvernance étudiés, à savoir la structure de propriété et le conseil d'administration.

2.1. Variables relatives à la structure de propriété.

Trois dimensions de la structure de propriété sont ainsi examinées. Nous commençons par décrire la concentration de l'actionnariat. Puis, nous explorons la proportion de la propriété détenue par les investisseurs institutionnels ainsi que l'actionnariat des dirigeants.

Tableau 24 : Analyse descriptive des caractéristiques de la structure de propriété.

Structure propriété	Concentration de la propriété	Propriété institutionnelle	Propriété managériale
Minimum	0,2883	0,0000	0,0000
Maximum	0,9599	0,8846	0,9999
Moyenne	0,7167	0,2829	0,1559
Ecart type	0,1414	0,2893	0,2637
Asymétrie	-0,678	0,710	1,701
Erreur std. d'asymétrie	0,340	0,340	0,340
Aplatissement	1,474	-0,898	1,837
Erreur std. d'aplatissement	0,668	0,668	0,668

Source : Elaboré par nous-même.

Ces premiers éléments, obtenus pour l'ensemble des observations (tableau n° 24), montrent que la concentration du capital moyenne est assez importante, avec près de 72% du capital détenu par les trois principaux actionnaires. Les propriétés institutionnelle et managériale sont quant à elles relativement moins importantes, les investisseurs institutionnels détiennent en moyenne 28,83% du capital tandis que l'actionnariat managérial s'établit à 15,59%. Nous constatons également une très importante dispersion des observations. La concentration de propriété s'étend d'une valeur minimale de 28,83% à un maximum de 95,99%, la propriété institutionnelle de 0% à 88,46% et de 0% à 99,99% pour la propriété managériale.

Pour déceler les éventuelles disparités sectorielles, nous procédons également à une analyse descriptive par secteur d'activité. Les résultats obtenus (Annexe N° 1) mettent en évidence :

- Une faible disparité sectorielle concernant la concentration de la propriété ;
- Une absence des investisseurs institutionnels du tour de table des entreprises des secteurs « d'Ingénieries et Biens d'Equipement Industriels », « d'Industrie Pharmaceutique » et de « Télécommunications » ;
- Pareillement, la propriété managériale n'est pas observée dans les secteurs de « Services aux collectivités », « des Mines », de « Sylviculture et Papier », « d'Equipements Electroniques et Electriques », de « Chimie », de « Loisirs et Hôtels », et une participation insignifiante dans les secteurs de « Distribution » et de « Télécommunication ».

Concernant les caractéristiques de forme des distributions, les variables « Concentration de la propriété » et « Propriété institutionnelle » affichent des coefficients de symétrie (*skewness*) et d'aplatissement (*kurtosis*) inférieurs aux limites recommandées¹²³. Les coefficients de la variable « Propriété managériale » dépassent ces limites, mais restent de valeurs absolues inférieures à la limite large (3) (Hair et *al.*, 1998)¹²⁴. Pour davantage d'éclairage, des représentations graphiques des distributions sont également réalisées (Annexe N° 2). Celles-ci permettent de se rendre compte de :

- La distribution des observations relatives à la concentration de la propriété est plus ou moins symétrique, ce qui suggère que la concentration de la propriété, ainsi que l'effet qu'elle engendre sur la performance, est généralement homogène pour toutes les entreprises de l'échantillon ;
- Les distributions observées pour les variables Propriétés institutionnelle et managériale présentent une asymétrie gauche, c'est-à-dire que les petites valeurs observées sont plus fréquentes que les valeurs plus élevées.

¹²³ Ces limites sont respectivement de (1) et (1,5).

¹²⁴ Hair J.F, Anderson R.E et Tatham R.L., « Multivariate data analysis », Pearson , 5^{ème} Edition, 1998

2.2. Variables relatives au conseil d'administration :

Pour notre étude, nous avons retenu deux variables explicatives de la structure du conseil d'administrions. Une première variable correspond à la taille du conseil, est exprimée par le nombre d'administrateurs. La deuxième mesure le pourcentage des administrateurs indépendants y siégeant. Les statistiques descriptives de ces variables sont présentées dans le tableau suivant :

Tableau 25 : Analyse descriptive des caractéristiques du conseil d'administration.

	Taille du CA	Indépendance du CA
Minimum	3	0,0000
Maximum	14	0,6667
Moyenne	7,46	0,1034
Ecart type	2,560	0,1783
Asymétrie	0,022	1,616
Erreur std. d'asymétrie	0,340	0,343
Aplatissement	0,287	1,570
Erreur std. d'aplatissement	0,668	0,674

Source : Elaboré par nous-même.

Le tableau fait apparaitre que les conseils d'administration étudiés comportent en moyenne 7,46 membres, avec un minimum de 3 membres et un maximum de 14. Tandis que le taux moyen d'indépendance des conseils d'administration se situe vers 10,34%. Ce taux reste inférieur au tiers des administrateurs recommandé par les principaux codes de bonnes pratiques¹²⁵. Il faut dire que près de 70% des entreprises ne comptent aucuns administrateurs indépendants dans leurs conseils.

¹²⁵ A signaler que le code marocain de bonne gouvernance du Mars 2008 ne fait aucune recommandation quant à la proportion des membres indépendants.

Tableau 26 : Statistiques descriptives du CA par secteurs d'activité.

Secteur d'activité	N	Taille du CA				Indépendance du CA			
		Min	Max	Moyenne	Ecart-type	Min	Max	Moyenne	Ecart-type
Bâtiment et Matériaux de Construction	8	5	14	8,38	4,868	0,0000	0,333	0,0417	0,1178
Pétrole et Gaz	2	5	10	7,50	3,536	0,0000	0,5000	0,2500	0,3535
Immobilier	4	4	9	6,25	2,630	0,0000	0,5000	0,2187	0,2577
Distribution	6	6	9	7	1,549	0,0000	0,1667	0,0278	0,0681
Boisson	2	8	10	9	1,1414	0,0000	0,4000	0,2000	0,2828
Agroalimentaire / Production	4	5	9	7	1,826	0,0000	0,6667	0,2292	0,1250
Transport	2	4	9	6,50	3,536	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Ingénieries et Biens d'Équipement Industriels	2	8	10	9	1,414	0,2500	0,5000	0,3750	0,1768
Sociétés de Portefeuilles / Holdings	1	5	5	5	--	0,0000	0,0000	0,0000	--
Matériels, Logiciels et Services Informatiques	6	3	9	6,50	2,811	0,0000	0,3333	0,0741	0,1345
Services aux collectivités	1	10	10	10	--	0,0000	0,0000	0,0000	--
Mine	3	4	6	5,33	1,155	0,0000	0,1667	0,0556	0,0962
Sylviculture et Papier	1	7	7	7	--	0,0000	0,0000	0,0000	--
Équipements Electroniques et Electriques	1	8	8	8	--	0,1250	0,1250	0,1250	--
Industrie Pharmaceutique	2	8	10	9	1,414	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Chimie	2	5	7	6	1,1414	0,0000	0,2857	0,1428	0,2020
Loisirs et Hôtels	1	9	9	9	--	0,0000	0,0000	0,0000	--
Télécommunications	1	9	9	9	--	0,0000	0,0000	0,0000	--
Echantillon global	49	3	14	7,46	2,560	0,0000	0,6667	0,1034	0,1783

Source : Elaboré par nous-même.

Une analyse sectorielle des caractéristiques des CA (tableau n° 26), permet de constater que les moyennes sectorielles, pour la variable taille, varient très peu autour de la moyenne de l'échantillon globale. Les entreprises du secteur « Services aux collectivités » affichent la moyenne sectorielle la plus importante avec 10 membres, tandis que les secteurs « Sociétés de Portefeuilles / Holdings » et « Mine » ont, avec un peu plus de 5 membres, la moyenne sectorielle la plus faible. La proportion des administrateurs indépendants est quant à elle, à l'image de la taille du CA, très variable d'un secteur d'activité à l'autre allant d'une absence totale des membres indépendants dans quasiment l'ensemble des secteurs, à 66,67% dans le secteur « Agroalimentaire/Production ».

A propos de la forme des distributions obtenues, la variable « Taille du CA » est caractérisée par une forte symétrie (*skewness* de 0,022). Celle de la variable « Indépendance du CA » est asymétrique vers les valeurs inférieures à la moyenne (*skewness* de 1,616),

traduisant une prédominance des conseils à faible représentativité des membres indépendants. Le coefficient d'aplatissement ou *kurtosis* des deux variables, respectivement de 0,287 et 1,570, reste dans les limites théoriques. Nous considérerons, de ce fait, ces résultats satisfaisants et admettons que les deux variables sont normalement distribuées.

Les données collectées apportent également des informations sur le cumul des fonctions de présidence du conseil et celle de la direction générale (Tableau n° 27). Pour notre cas, parmi les 49 entreprises étudiées, 64% d'entre elles présentent une structure caractérisée par la séparation du poste de direction et celui de présidence du conseil d'administration.

Tableau 27 : Cumul des fonctions au sein du CA

Situation	Fréquence	Pourcentage
Cumul des fonctions	18	36,73%
Séparation des fonctions	31	63,27%
Total	49	100,00%

Source : Elaboré par nous-même.

En conclusion, il apparaît pour l'ensemble des observations, que les conseils d'administration présentent une de taille plutôt réduite avec une faible représentativité des membres indépendants.

3. Variables modératrices : les caractéristiques des dirigeants.

Le cadre théorique, tel qu'il est envisagé dans la première partie, met en évidence l'impact de l'enracinement du dirigeant sur l'efficacité des MGE. Les données collectées apportent ainsi un éclairage sur le profil des dirigeants à la tête des entreprises étudiées. L'analyse descriptive est de ce fait structurée à partir des deux manifestations de l'enracinement exposés dans la deuxième section du chapitre précédent ; la première est de nature démographique et consiste en l'âge du dirigeant, la deuxième est fonctionnelle et renvoi à l'ancienneté de ce dernier.

Tableau 28 : Statistiques descriptives des caractéristiques des dirigeants

Caractéristiques des dirigeants	Age des dirigeants	Ancienneté des dirigeants
Minimum	33	4
Maximum	75	35
Moyenne	56,76	16,17
Ecart type	9,078	8,037
Asymétrie	-0,110	0,438
Erreur std. d'asymétrie	0,350	0,350
Aplatissement	0,395	-0,704
Erreur std. d'aplatissement	0,688	0,688

Source : Elaboré par nous-même.

La moyenne d'âge des dirigeants est de 56,76 ans et leur ancienneté moyenne est de 16,17 années. Une classification par tranches d'âge (Tableau n° 29) permet de constater que 83,68% des individus étudiés appartiennent aux tranches d'âge au-delà de 50 ans, témoignant du degré de séniorité nécessaire pour occuper de telles fonctions. En effet, il est généralement admis que plus le dirigeant avance dans l'âge, plus sa maturité, ses connaissances en affaires et ses expériences successives sont mutualisées pour en faire un prétendant crédible à un poste de top management.

Tableau 29 : Représentation des dirigeants par tranches d'âge.

Age	Fréquence	Pourcentage
< 40 ans	3	06,12%
41-50 ans	5	10,20%
51-60 ans	23	46,94%
Plus 60 ans	18	36,74%
Total	49	100,00%

Source : Elaboré par nous-même.

Une représentation similaire de l'ancienneté en poste (Tableau n° 30), met en évidence que plus de 65% des individus ont une ancienneté en poste inférieure à 20 ans. Tandis que la catégorie des plus de 30 ans ne représente pas plus de 6,12%.

Tableau 30 : Représentation des dirigeants par tranches d'ancienneté en poste.

Ancienneté	Fréquence	Pourcentage
< 10 ans	10	20,41%
10-20 ans	24	48,98%
21-30 ans	12	24,49%
Plus 30 ans	3	06,12%
Total	49	100,00%

Source : Elaboré par nous-même.

Concernant les caractéristiques de forme des distributions, les deux variables affichent des coefficients de symétrie (*skewness*) inférieurs à la limite recommandée de (1). Pareillement, le coefficient d'aplatissement (*kurtosis*), pour les deux variables, se situe en deçà de la limite recommandée pour ce coefficient (1,5). Sur ce, nous pouvons considérer les variables caractéristiques de la population des dirigeants étudiée comme ayant une distribution normale. Ce diagnostic est confirmé par les représentations graphiques présentées en Annexe N° 2.

La base de données constituée permet également de mettre en évidence d'autres aspects caractéristiques des dirigeants des entreprises marocaines, notamment le critère genre qui correspond aux différences physiques (sexe) entre hommes et femmes, et celui de la nationalité. Nous avons tenu à faire cette analyse descriptive supplémentaire pour comprendre un peu plus le profil des dirigeants étudiés et pouvoir interpréter, plus tard, les résultats des analyses multivariées à venir. Les résultats obtenus sont présentés dans le tableau ci-après :

Tableau 31 : Représentativité des dirigeants selon le genre et la nationalité.

	Fréquence	Pourcentage
Genre		
Homme	38	92,68%
Femme	3	7,34%
Nationalité		
Marocaine	38	77,55%
Etrangère	11	22,45%
Total	49	100,00%

Source : Elaboré par nous-même.

Après analyse, nous constatons une domination masculine nette. La proportion des hommes avoisine les 92,68%, tandis que seulement 7,32% des postes sont occupés par des femmes. Cette conclusion conforte l'idée de l'institutionnalisation du privilège masculin en tant que principe fondamental des organisations (Goetz, 1992 ; Staudt, 1998).

A propos de la nationalité de notre population de dirigeants, notons que 77,55% des postes de direction sont occupés par des managers nationaux, contre uniquement 22,45% d'homologues étrangers.

4. Variables de contrôle.

Notre étude empirique intègre également plusieurs variables de contrôle. Il s'agit notamment de la taille et l'âge de l'entreprise, son niveau d'endettement et une variable

dichotomique en rapport avec le secteur d'activité. Ainsi, au même titre que pour le reste des variables du modèle empirique, nous essayons dans ce qui suit, d'apporter une description la plus complète possible de ces observations.

Tableau 32: Statistiques descriptives des variables de contrôle.

Caractéristiques des dirigeants	Age de l'entreprise	Taille de l'entreprise	Niveau d'endettement
Minimum	18	7,6918	0,0083
Maximum	97	10,6105	0,7176
Moyenne	47,53	9,1147	0,34613
Ecart type	23,242	0,7446	0,1681
Asymétrie	0,596	0,162	0,386
Erreur std. d'asymétrie	0,340	0,340	0,343
Aplatissement	-0,838	-0,701	-0,284
Erreur std. d'aplatissement	0,668	0,668	0,674

Source : Elaboré par nous-même.

A partir des indications descriptives fournies dans le tableau, nous faisons ressortir que :

- Les entreprises de notre échantillon présentent un âge moyen de 47,53 années d'existence et une dispersion très large allant de 18 à 97 années ;
- A propos de la taille faisant référence à la valeur comptable du total actif¹²⁶, les résultats montrent des observations comprises entre 7,69 et 10,61, avec une valeur moyenne se situant à 9,1147;
- Concernant la variable « endettement de l'entreprise », celle-ci oscille entre 0,008280 et 0,717580, avec une moyenne de 0,34612546 ;

A propos de la variable « secteur d'activité », dont les observations représentent une variable dichotomique à laquelle il est attribué la valeur (1) lorsque le secteur d'activité est industriel ou la valeur (0) dans le cas contraire, cette particularité impose en soit une analyse descriptive spécifique que nous illustrons dans le tableau suivant :

Tableau 33 : Statistiques descriptives de la variable « secteur d'activité ».

Variable dichotomique	Fréquence	Pourcentage
Modalités		
1 : Industrie	37	75,51%
0 : Autres	12	24,49%
Total	49	100%

Source : Elaboré par nous-même.

¹²⁶ Logarithme népérien de la moyenne du total actif des exercices 2012, 2013 et 2014.

Il s'en dégage que notre échantillon compte un peu plus de 75% d'entreprises appartenant au secteur industriel.

A propos de la distribution des variables, on ne constate aucun problème de non-normalité. Les coefficients de symétrie et d'aplatissement indiquant des valeurs acceptables par rapport aux limites respectives de 1 et 1,5 pour les deux mesures de distribution.

Au terme de cette analyse descriptive, nous avons pu dégager les différentes caractéristique de l'échantillon retenu compte tenu des variables sélectionnées pour opérationnaliser les phénomènes étudiés. Cette étape de l'analyse a également été l'occasion de s'assurer, à travers les statistiques de symétrie (*Skewness*) et d'aplatissement (*Kurtosis*), de la normalité de la distribution des variables évoquées. Ainsi, nous avons conclue qu'aucune distribution ne présente une forte asymétrie.

Il importe à présent de passer à l'étape de l'analyse multivariée, selon la technique de régression linéaire multiple.

Vérification de l'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance de l'entreprise.

Cette section est dédiée à la présentation et la discussion des résultats qui se dégagent des tests statistiques réalisés pour se prononcer sur notre première série d'hypothèses relatives à l'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance de l'entreprise.

Pour ce faire, nous nous intéressons, dans un premier temps, à l'exposer du modèle de régression à mettre à l'épreuve pour tester nos hypothèses, à la vérification des conditions de sa validité et à la présentation des résultats obtenus. Par la suite, nous abordons, dans un second temps, la vérification des hypothèses et la discussion des résultats obtenus.

I. Présentation du modèle de régression et des conditions de sa validité.

Pour répondre à la première question de recherche et mettre en évidence l'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance de l'entreprise, nous allons régresser la variable performance sur les caractéristiques de la structure de propriété, du conseil d'administration, des dirigeants à la tête des entreprises de notre échantillon, ainsi que sur d'autres paramètres spécifiques retenus comme variables de contrôle¹²⁷ selon le modèle économétrique suivant :

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times CONC_K_{it} + \beta_2 \times PROP_II_{it} + \beta_3 \times PROP_DG_{it} + \beta_4 \times TAILLE_CA_{it} + \beta_5 \times INDEP_CA_{it} + \beta_6 \times AGE_DG_{it} + \beta_7 \times ANCIEN_DG_{it} + \beta_8 \times TAILLE_FIRM_{it} + \beta_9 \times AGE_FIRM_{it} + \beta_{10} \times ENDETT_{it} + \beta_{11} \times SECTEUR_{it} + \varepsilon_{it}$$

Avec :

β_0	: Constante
β	: Les paramètres à estimer
i	: Le nombre d'observations
t	: L'année de l'observation
ROE_{it}	: Variables mesurant la performance de l'entreprise
$CONC_K_{it}$	: Variables mesurant la concentration de la propriété
$PROP_II_{it}$	: Variables mesurant la propriété institutionnelle
$PROP_DG$	: Variables mesurant la propriété managériale

¹²⁷ la prise en compte de ces variables de contrôle dans l'analyse améliore le pouvoir explicatif du modèle, c'est-à-dire, le pourcentage de la variation des rendements anormaux expliquée par l'équation estimée de la régression.

TAILL_CA_{it}	: Variables mesurant la taille du conseil d'administration
INDEP_CA_{it}	: Variables mesurant l'indépendance du conseil d'administration
AGE_DG_{it}	: Variable mesurant l'âge du dirigeant
ANCIEN_DG_{it}	: Variable mesurant l'ancienneté du dirigeant
AGE_FIRM_{it}	: Variables mesurant l'âge de l'entreprise
TAILLE_FIRM_{it}	: Variables mesurant la taille de l'entreprise
ENDETT_{it}	: Variables mesurant l'endettement de l'entreprise
SECTEUR_{it}	: Variable dichotomique indiquent le secteur d'activité de l'entreprise.
ε_{it}	: Terme d'erreur

Il faut rappeler qu'un décalage temporel de trois années a été volontairement observé entre la variable dépendante et les variables indépendantes et de contrôle. Ceci permet d'éviter le risque d'une causalité inverse (Lee et Park, 2008), d'une part, et de laisser du temps aux caractéristiques liées à la structure de propriété, au conseil d'administration et aux dirigeants de révéler leurs impacts sur la performance des entreprises.

Il convient à présent de procéder à l'analyse du modèle postulé conformément aux développements théoriques précédemment exposés. Pour ce fait, il y a lieu de s'assurer, tout d'abord, de la vérification des conditions préalables au recours à une régression linéaire. Ensuite, nous procédons à l'estimation des paramètres du modèle.

1. Vérification des hypothèses sous-jacentes du modèle de régression linéaire multiple.

Avant d'entamer l'analyse de régression, il convient d'abord de s'assurer que les conditions du recours à ce type d'analyse sont réunies. Celles-ci portant sur l'absence de multi-colinéarité bivariée et multivariée entre les variables explicatives, et les hypothèses d'homoscédasticité et de normalité des résidus¹²⁸.

1.1. Vérification de l'absence de multi-colinéarité entre les variables explicatives.

Parmi les principales contraintes qui pèsent sur toute analyse par régression, on note le problème de la multi-colinéarité entre les prédicteurs. Celle-ci est observée lorsque la corrélation entre deux ou plusieurs variables explicatives est significativement forte, provoquant, du coup, l'instabilité des coefficients de régression et la qualité des résultats obtenus.

Il convient ainsi d'être extrêmement vigilant quant à l'existence éventuelle de colinéarité entre les variables explicatives lorsqu'on procède à ce genre d'analyse, surtout lorsqu'elle mobilise, comme dans notre cas, un grand nombre de variables explicatives et de contrôle.

¹²⁸ CARRICANO M. et POIJOL F, 2009, Op. cit., p. 136

Pour ce faire, l'absence de multi-colinéarité est vérifiée à travers deux tests complémentaires : d'abord par l'analyse des coefficients de corrélation de Pearson (Tableau n° 34), puis par les facteurs d'inflation de la variance (VIF)¹²⁹ (Tableau n° 35).

Nous commençons cette analyse par le test de la multi-colinéarité bivariée. Celui-ci met en évidence l'existence ou pas d'une corrélation entre deux variables, la détermination de son intensité et de son sens. Nous réalisons au moyen du logiciel SPSS la matrice des valeurs calculées du coefficient de corrélation de Pearson qui se présente comme suit :

Tableau 34 : Matrice des corrélations (Pearson) entre les variables explicatives.

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) CONCT_K	Sig.	1										
(2) PROP_II	Sig.	,127 ,399	1									
(3) PROP_DG	Sig.	-,121 ,414	-,339 ,021	1								
(4) TAILLE_CA	Sig.	,400 ,005	,098 ,523	-,355 ,014	1							
(5) INDEP_CA	Sig.	,046 ,754	-,103 ,501	,077 ,608	,232 ,112	1						
(6) AGE_DG	Sig.	,004 ,981	,018 ,908	-,099 ,514	,169 ,268	,115 ,451	1					
(7) ANCIEN_DG	Sig.	-,127 ,401	-,253 ,097	,453 ,002	-,218 ,145	,167 ,267	,129 ,411	1				
(8) AGE_FIRM	Sig.	,057 ,699	,162 ,284	-,251 ,085	,073 ,624	,054 ,714	-,118 ,434	-,191 ,203	1			
(9) ENDETT	Sig.	,197 ,179	-,026 ,868	,037 ,807	,109 ,465	,103 ,489	-,143 ,349	-,214 ,158	-,219 ,134	1		
(10) TAILLE_FIRM	Sig.	,346 ,015	,267 ,073	-,249 ,088	,451 ,001	,320 ,027	,235 ,116	-,225 ,133	-,098 ,545	,268 ,065	1	
(11) SECTEUR	Sig.	-,154 ,291	-,153 ,311	,280 ,054	-,242 ,097	-,061 ,680	,147 ,331	,375 ,010	-,025 ,865	-,069 ,642	-,082 ,574	1

**. La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

*. La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

Source : Etabli à partir de l'exploitation des données en utilisant le logiciel SPSS

L'examen de cette matrice nous permet de noter, d'abord, que toutes les relations affichent des coefficients de corrélation inférieurs à 0,7¹³⁰. Le coefficient le plus élevé étant celui entre les variables propriété managériale et ancienneté du dirigeant (0,453). De ce fait, les variables explicatives sont peu corrélées entre elles, ce qui est un indice de la qualité du modèle.

¹²⁹ Cette procédure d'évaluation de la multicollinéarité est recommandée par Kline (2005).

¹³⁰ Selon Kervin (1992), le problème de colinéarité entre variables explicatives survient à partir d'une valeur critique du coefficient de corrélation égale à 0,7.

Par ailleurs, tout en reconnaissant que les corrélations bivariées ne peuvent servir de base pour se prononcer sur les relations entre les variables, elles fournissent tout de même des indications préliminaires sur les relations étudiées :

- La propriété managériale est négativement associée à l'actionnariat institutionnel (- 0,339^{*}). Cette relation suggère que plus l'actionnariat du dirigeant est important, plus il aura tendance à répugner à laisser entrer des actionnaires institutionnels ;
- La propriété du dirigeant est positivement corrélée à son ancienneté (0,453^{**}). Ce qui semble s'inscrire dans le prolongement de certains travaux antérieurs affirmant que dans son ancienneté, le dirigeant augmente sa propriété à travers l'accumulation avec le temps des stocks options (Amihud et Lev, 1981), notamment lors des phase de performance de l'entreprise (Cho, 1998) ;
- La taille du CA est positivement associée, d'une part, à la concentration de la propriété (0,400^{**}), et d'autre part, à la propriété managériale (- 0,355^{*}). Ce résultat n'est pas surprenant et semble s'inscrire dans le prolongement des travaux de Charreaux et Pitol-Belin (1987) qui ont mis en évidence l'incidence de la catégorie à laquelle appartient l'entreprise sur la taille de son conseil. Il serait ainsi de taille significative dans les entreprises managériales et d'une moindre importance dans les entreprises familiales ;
- La taille de l'entreprise est positivement associée à la taille du CA (0,451^{**}) et à la proportion des administrateurs indépendants y siégeant (0,320^{*}). Ces associations peuvent s'expliquer par le fait qu'à mesure que l'entreprise grandit, le niveau de complexité de la gestion l'incite à étoffer son tissu de collaborateurs aussi bien dirigeants qu'administrateurs ;
- Etonnamment, la taille de l'entreprise est positivement reliée à la concentration de la propriété (0,346^{**}), ce qui va à l'encontre de l'actionnariat diffus souvent observé dans des grandes firmes managériales ;
- Quant à la relation positive (0,375^{*}) entre l'ancienneté du dirigeant et le secteur d'activité, il est possible que certains secteurs exigent un certain niveau de spécificité nécessitant un maintien des profils rares de leurs dirigeants.

Nous procédons également à la vérification de la multi-colinéarité multivariée (la Tolérance de la variable, le Facteur d'Inflation de la Variance «VIF»). Cette méthode de vérification consiste à mesurer le degré d'augmentation de l'erreur standard en raison du degré de corrélation des variables explicatives entre elles (Evrard et *al.*, 2003). Le problème de multi-colinéarité est avéré lorsque la valeur VIF est supérieure au seuil critique de 3 et la tolérance inférieure à celui de 0,33. Pour notre part, le test VIF pour les variables explicatives se présente comme suit :

Tableau 35 : Test VIF pour les variables explicatives.

Modèle	Statistiques de colinéarité	
	Tolérance	VIF
CONC_K	0,822	1,308
PROP_II	0,781	1,281
PROP_DG	0,605	1,654
TAILLE_CA	0,668	1,497
INDEP_CA	0,668	1,498
AGE_DG	0,824	1,214
ANCIEN_DG	0,553	1,808
AGE_FIRM	0,646	1,549
ENDETT	0,811	1,233
TAILLE_FIRM	0,680	1,470
SECTEUR	0,768	1,301

Source : Etabli à partir de l'exploitation des sorties SPSS

Le tableau (n° 35) montre qu'aucune des valeurs VIF ne dépasse le seuil recommandé de 3 et que les tolérances sont largement supérieures à la limite de 0,33. Les variables explicatives sont donc peu corrélées entre elles. Ces résultats nous permettent de conclure que nous n'avons pas de problèmes sérieux de multicollinéarité. Nous pouvons donc maintenir les variables en question sans risquer d'invalidier notre analyse.

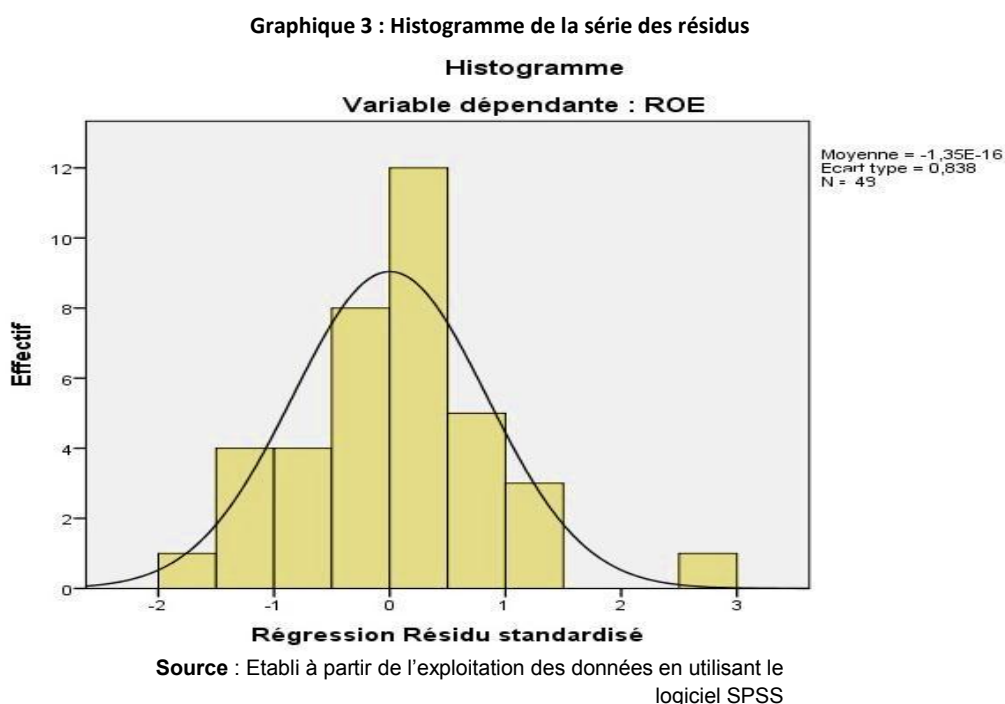
1.2. Vérification des conditions relatives aux résidus du modèle.

Pour mettre en œuvre un traitement par régression linéaire avec des paramètres estimés permettant les inférences les plus fiables, plusieurs conditions sur les résidus doivent être réunies. Ces résidus, qui correspondent à l'écart entre les valeurs réelles et les valeurs prédites par la droite de la régression, doivent en principe être de distribution normale et de variance constante $\text{Var}(\varepsilon_t) = \sigma^2$ (homoscédasticité). Il convient donc de s'assurer que ces postulats sont vérifiés.

1.2.1. Test de normalité des résidus :

Tout d'abord, les résidus d'un modèle de régression linéaire doivent être normalement distribués, sinon la variable dépendante ou du moins une variable explicative, pourrait avoir une distribution erronée ou bien que des variables importantes soient manquantes.

Il convient donc d'évaluer la compatibilité de la distribution des résidus de notre modèle avec une loi normale. Cette condition est vérifiée en constituant l'histogramme ou la fréquence cumulée des résidus (graphique n° 3) qui fournit l'information nécessaire.



L'analyse de l'histogramme de la série des résidus nous permet de visualiser une courbe de distribution en forme de « cloche » symétrique, avec un aplatissement régulier des extrémités. Ce qui nous pousse à soupçonner l'ajustement des résidus à une loi normale.

Nous allons par ailleurs confirmer ces résultats en soumettant les résidus de notre modèle aux tests de Kolmogorov-Smirnov et celui de Shapiro-Wilk. 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% (H_0) et rejetée lorsque ces résultats sont statistiquement significatifs (H_1).

Tableau 36 : Résultat des tests de normalité des résidus.

Tests de normalité						
	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistique	ddl	Signification	Statistique	ddl	Signification
Standardized Residual	,101	49	,200 [*]	,974	49	,604

*. Il s'agit d'une borne inférieure de la signification réelle.

a. Correction de signification de Lilliefors

Comme le suggère le tableau ci-dessus, les deux tests, appliqués à la série des résidus standardisés, dégagent des résultats statistiques non significatifs. Les p-valeurs associés à chaque test sont respectivement de 0,200 pour K-S et 0,604 pour S-W, soit des valeurs supérieures à 5%. Nous admettons donc l'hypothèse nulle selon laquelle les résidus de notre modèle suivent une loi normale.

1.2.2. Homoscédasticité des résidus :

L'autre condition concernant les résidus qui doit également être remplie, est celle de leur homoscédasticité. Celle-ci est observée lorsque la dispersion des termes d'erreur est homogène indépendamment des valeurs de x_i et y_i . Pour notre cas, l'homoscédasticité ou l'homogénéité des variances est vérifiée au moyen du test de Levene appliqué à la série des résidus standardisés¹³¹.

Tableau 37 : Test d'homoscédasticité des résidus du modèle.

Test d'égalité des variances des erreurs de Levene^a

Variable dépendante: Standardized Residual

D	ddl1	ddl2	Sig.
,523	44	4	,875

Teste l'hypothèse nulle que la variance des erreurs de la variable dépendante est égale sur les différents groupes.

a. Plan : Ordonnée à l'origine + ROE_1

Conformément aux résultats qui se dégagent de l'analyse, la non significativité du test (sig.= 0,875 > 0,05.) nous amène à rejeter l'hypothèse d'hétéroscédasticité et à en retenir celle d'homogénéité des résidus. L'hypothèse d'homoscédasticité des résidus se trouve de ce fait validée.

En conclusion de cette analyse, nous pouvons dire que les trois conditions d'application de la régression sont satisfaites.

¹³¹ CARRICANO M. et POUJOL F, 2009, Op. cit, p. 136.

2. Présentation et analyse des résultats de la régression.

Après avoir présenté le modèle statistiques à tester et vérifié les conditions de son application, nous portons maintenant notre attention sur les résultats obtenus pour déterminer les variables du modèle les plus discriminantes. Une régression linéaire multivariée est ainsi menée à l'aide du logiciel d'analyse de données SPSS. Cette procédure, prenant en compte l'effet simultané de l'ensemble des variables, permet d'aboutir à un modèle final dont le pouvoir explicatif (F de Fischer et le t de Student), le coefficient de détermination (R-deux et R-deux ajusté) et les coefficients standardisés bêta (β_i) sont présentés dans le tableau suivant :

Tableau 38 : Résultats de la régression linéaire multiple¹³²

Variables explicatives	ROE		
	Coefficients	t-Student	Sig.
(Constante)		-,224	0,825
CONC_K	0,437	3,720	0,001
PROP_II	-0,026	-,215	0,831 (n.s)
PROP_DG	0,519	3,788	0,001
TAILLE_CA	0,381	2,921	0,007
INDEP_CA	0,262	2,007	0,055
AGE_DG	-0,004	-,036	0,972 (n.s)
ANCIEN_DG	-0,059	-,409	0,686 (n.s)
AGE_FIRM	-0,122	-,919	0,367 (n.s)
ENDETT	0,252	2,127	0,043
TAILLE_FIRM	-0,236	-1,826	0,079
Secteur	0,252	1,989	0,057
R-deux = 0,839 R-deux ajusté = 0,704 F = 5,634 Sig. = 0,000			

Source : Etabli à partir de l'exploitation des sorties SPSS

Nous exposons dans ce qui suit la démarche empruntée pour juger de la valeur de notre modèle. Pour ce faire, nous nous proposons de le faire en deux étapes : la première consiste à apprécier la qualité du modèle dans sa globalité, tandis que dans la seconde il sera question de la qualité individuelle des coefficients associés à chaque variable indépendante.

2.1. Evaluation de la qualité globale du modèle.

L'appréciation de la qualité de l'ajustement du modèle et de la significativité de la liaison se base sur le test F de FISHER-SNEDECOR et le coefficient de détermination linéaire (R-deux). La première vérification consiste à comparer la valeur estimée de la statistique F à sa valeur critique dans la table de Fischer. Une valeur élevée de F indique que la pente de la

¹³² Nous avons choisi, pour alléger la présentation de construire un tableau synthétique des résultats de la régression multiple réalisée.

droite de régression n'est pas nulle, ce qui permet de rejeter l'hypothèse nulle (H_0). La deuxième vérification porte sur le coefficient de détermination linéaire. Plus ce coefficient serait proche de 1 en valeur absolue, plus la restitution de ces valeurs serait bonne.

Tableau 39 : Analyse de Variance ANOVA du modèle.

ANOVA ^a						
Modèle		Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1	Régression	1,180	11	,107	5,634	,000 ^b
	Résidu	,495	26	,019		
	Total	1,675	37			

a. Variable dépendante : ROE

b. Valeurs prédites : (constantes), SECTEUR, ENDETT, INDEP_CA, CONC_K, AGE_DG, PROP_II, AGE_FIRM, TAILLE_CA, TAILLE_FIRM, PROP_DG, ANCIEN_DG

Pour notre cas, on remarque que la statistique de Fischer, fournie dans le tableau ci-dessus, est de 5,634 et la probabilité associée est inférieure à 0,001. L'effet explicatif des variables indépendantes est, ainsi, 5,635 fois plus important que celui des variables indépendantes qui reste inexpliqué et ce avec une significativité inférieure à 1%. L'hypothèse nulle est donc rejetée pour retenir l'hypothèse alternative selon laquelle il existe au moins une variable indépendante qui explique la variable explicative.

De même, ce modèle apparaît globalement très pertinent puisque la valeur de 0,704 du coefficient de détermination R^2 -ajusté indique, au seuil de 1%, que le modèle restitue près de 71% de la variation exprimée dans les données de départ.

2.2. Evaluation des paramètres du modèle.

Pour ce qui est de la significativité individuelle des variables, l'examen détaillé des coefficients de régression, fournis dans les sorties SPSS du tableau n° 38 ci-dessus, montre que la variable « Propriété managériale » exerce l'effet le plus significatif sur la variable à expliquer (0,519, $p = 0,001$). Le deuxième facteur le plus significatif est la concentration du capital (0,437, $p = 0,001$). Dans une moindre mesure, viennent les variables relatives au conseil d'administration, notamment la variable « TAILLE_CA » (0,381, $p = 0,007$) et la variable « INDEP_CA » (0,262, $p = 0,055$).

Pour ce qui concerne les variables de contrôle, nos résultats montrent, qu'à l'exception de la variable (AGE_FIRM), les autres variables apparaissent significatives. Il s'agit de la variable "endettement" (ENDETT) significative au seuil de 5% (0,252, $p=0,043$) et des

variables «Taille de l'entreprise» (TAILLE_FIRM) (-0,236, $p = 0,079$) et « SECTEUR » significatives au seuil de 10% (0,252, $p = 0,057$).

II. Discussion des résultats vis-à-vis de la littérature.

Le cadre théorique envisagé dans cette section met en évidence l'impact de la structure de propriété (la concentration de l'actionnariat, la propriété managériale et institutionnelle) et les caractéristiques du conseil d'administration (taille du conseil et indépendance de ses membres) sur la performance de l'entreprise.

En ce sens, et après avoir présenté les résultats des tests statistiques, nous allons dans ce qui suit interpréter et discuter les résultats empiriques obtenus afin de se prononcer sur les hypothèses soumises à la validation.

1. Impact de la structure de propriété sur la performance de l'entreprise.

Le premier mécanisme de gouvernance auquel nous nous intéressons est la structure de propriété. Celle-ci est appréhendée au travers de trois variables : la concentration de la propriété, la propriété institutionnelle et l'actionnariat managérial, et ce pour en apprécier l'impact sur la performance de l'entreprise telle que posé par les trois hypothèses ainsi formulées :

Hypothèse 1.1 : La concentration de la propriété améliore significativement la performance de l'entreprise.

Hypothèse 1.2 : L'actionnariat institutionnel contribue significativement à la performance de l'entreprise.

Hypothèse 1.3 : La propriété managériale assure, par la convergence des intérêts, l'amélioration de la performance de l'entreprise.

Dans les développements suivants, nous allons discuter en détail les résultats obtenus pour les différentes variables explicatives associées à la structure de propriété. Nous nous attarderons entre autres sur le signe des coefficients desdites variables ce qui nous conduira à confirmer ou pas nos hypothèses de recherche.

1.1. Vérification de l'impact de la concentration de la propriété sur la performance.

Notre première hypothèse ($H_{1.1}$) essaie de vérifier si la concentration de la propriété influence positivement la performance de l'échantillon d'entreprises étudié. Basée sur un argumentaire emprunté à la théorie de l'agence, cette hypothèse suggère que la présence d'actionnaires dominants peut déterminer le niveau de contrôle pesant sur le dirigeant et améliorer par conséquent la performance de l'entreprise. Un actionnaire majoritaire est en effet plus incité à engager les ressources nécessaires pour un monitoring efficace. Ce dernier, en plus de détenir suffisamment de droits de vote pour s'opposer aux décisions managériales, il est conforté par le fait que la fraction de la valeur créée qui lui revient en cas d'amélioration de la performance sera aussi significative que l'est sa participation au capital.

Pour s'assurer de la relation postulée, nous nous en remettons aux résultats SPSS, dont un extrait est présenté ci-après.

Extrait du tableau n° 38 (Résultats de la régression linéaire multiple du modèle)

Variables explicatives	Coefficients	t-Student	Sig.
CONC_K	0,437	3,720	0,001

L'examen de ces résultats fait apparaître que la variable concentration de la propriété (CONC_K), exprimée par la part du capital détenue par les trois premiers actionnaires, explique significativement la performance de l'entreprise. En effet, le coefficient associé est positif (0,437) et statistiquement significatif (la valeur de la statistique $t = 3,720$ ainsi que la probabilité associée qui apparaît également dans la sortie SPSS $p = 0,001$ qui est inférieure au seuil de signification de 5%).

La concentration de propriété explique donc significativement la performance de l'entreprise et corrobore, par conséquent, les prédictions de l'hypothèse ($H_{1.1}$). Ce résultat atteste bien que la présence de détenteurs de blocs de contrôle améliore la performance réalisée par l'entreprise.

Ce résultat peut conduire à différentes interprétations possibles. La première réside dans la structure même du portefeuille de participations détenu par chaque actionnaire. En effet, si la participation des petits porteurs n'est qu'une fraction d'un portefeuille diversifié avec des participations minoritaires dans plusieurs entreprises, les grands actionnaires concentrent, *a contrario*, leur capital dans la même entreprise. Ces actionnaires ayant un portefeuille moins

diversifié, sont donc plus averses au risque d'où leur motivation à s'investir et à supporter les coûts de contrôle des managers (Shleifer et Vishny, 1986 ; Lehn et Zhao, 2006).

L'autre explication est que comme partout ailleurs, les entreprises marocaines sont contrôlées par leurs fondateurs ou par leurs descendants¹³³. De ce fait, ces entreprises échappent aux conflits d'intérêts évoqués par la théorie de l'agence (Bartholomeusz et Tanewski, 2006). Les droits de propriété étant 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. Par ailleurs, la volonté de la famille de préserver sa liberté d'action et ses secrets de famille, peut l'amener à privilégier les dirigeants imprégnés des valeurs familiales et avoir moins recours aux profils externes. Il en découle le cumul des fonctions de propriété et de management entre les mains de la famille, ce qui est à l'origine de la suppression des conflits d'intérêts, de la réduction des coûts d'agence et par conséquent d'une amélioration de la performance (Charlier et Lambert, 2013).

Par conséquent notre première hypothèse (H_{1.1}) relative à la contribution de la concentration de la propriété à l'amélioration de la performance de l'entreprise est confirmée.

1.2. L'impact de la propriété institutionnelle sur la performance.

A l'issue de notre revue de la littérature, nous avons fait l'hypothèse que l'actionnariat institutionnel, tel que nous l'avons opérationnalisé, était susceptible de permettre la réduction des comportements discrétionnaires des dirigeants et par conséquent conduire à une meilleure création de la valeur par l'entreprise. Ces actionnaires disposent théoriquement d'une capacité supérieure par rapport aux actionnaires ordinaires à contrôler les dirigeants des entreprises de leurs portefeuilles. Une capacité que Finet et al. (2009) ainsi que Aguenau et al. (2013) attribuent à leurs moyens financiers, ainsi qu'à leur expertise particulière, notamment dans l'appréciation de la cohérence des politiques de rémunérations des dirigeants (David et al., 1998).

Cependant, contrairement à ce que nous attendions, nos résultats soulignent que la présence des investisseurs institutionnels dans le tour de table des entreprises marocaines n'a

¹³³ Les études contemporaines indiquent que les entreprises familiales représentent plus des deux tiers de l'ensemble des entreprises des pays occidentaux : 75 % des entreprises seraient familiales au Royaume-Uni, 80 % en Allemagne et en Espagne, 85-90 % en Suisse et 99 % en Italie.

pas d'effet significatif sur la variable performance. L'analyse par régression fait ressortir une valeur non significative du coefficient de détermination associé et permet de confirmer la neutralité de la présence des investisseurs institutionnels par rapport à la performance de l'entreprise.

Extrait du tableau n° 38 (Résultats de la régression linéaire multiple du modèle)

Variables explicatives	Coefficients	t-Student	Sig.
PROP_II	-0,026	-,215	0,831 (n.s)

Ce résultat non concluant indique que la présence de cette catégorie d'actionnaires n'a pas d'effet significatif direct sur le niveau de performance atteint par l'entreprise. Il valide, en 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 ; Bughin et *al.*, 2011). Ils préfèrent ainsi investir dans des titres liquides pour faciliter la sortie du capital lorsqu'ils s'aperçoivent que l'entreprise est mal gérée (Castaninescu, 2012).

Il est a priori difficile d'expliquer pourquoi l'actionnariat institutionnel ne soit pas associé significativement à la performance de l'entreprise. Toutefois, un retour sur la matrice de corrélation (Tableau n° 34) nous permet de suggérer une première interprétation. En effet, le sens négatif de la corrélation entre les propriétés institutionnelle et managériale nous amène à supposer que la concentration de la propriété dans les mains du dirigeant et des membres de sa famille, peut dissuader les investisseurs institutionnels à entrer dans le capital ou à accroître leurs participations pour pouvoir prétendre à un rôle actif dans les organes de gouvernance.

Une deuxième explication tient au fait que l'importance du pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels peut expliquer ce résultat. La propriété institutionnelle étant peu représentée dans notre cas¹³⁴, celle-ci dépasse à peine les 26% en moyenne, soit moins du tiers du capital pour pouvoir constituer à une minorité de blocage. En ce sens, un institutionnel détenant des participations minoritaires dans plusieurs entreprises n'est pas incité à supporter seul les coûts de contrôle et à partager avec les autres actionnaires les bénéfices qui en découlent. En plus, plus le nombre d'actionnaires institutionnels est important, plus difficile sera la synergie d'action et de coordination pour une contrôle efficace des dirigeants (Khan et *al.*, 2005 ; Cornett et *al.*, 2008).

¹³⁴ Voir supra, p. 177.

Une autre explication pourrait provenir de la forme de la propriété institutionnelle au Maroc. Celle-ci, et au même titre que nombreux pays de l'OCDE, est caractérisée par une présence importante de l'Etat-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 ainsi nécessaire de s'interroger sur la capacité de l'Etat-actionnaire à exercer ses fonctions de façon active. Ce rôle d'actionnaire a fait l'objet de nombreux rapports d'institutions internationales (OCDE, BAD, BM) donnant lieu à des critiques à l'État en sa qualité d'actionnaire. Ils soulèvent, par exemple, que le contrôle de l'Etat réponde à une chaîne de tutelle complexe qui fait intervenir différentes autorités. Or, l'ingérence politiques et la dilution des responsabilités entre les différents départements de tutelles, peuvent être à l'origine d'un manque de cohérence et une dilution des responsabilités favorisant au final la passivité de son intervention dans les instances de gouvernance des entreprises dans lesquelles il détient des participations.

Au final, notre hypothèse ($H_{1,2}$) qui stipule que la participation des investisseurs institutionnels dans le capital de l'entreprise améliore significativement la performance de l'entreprise n'est donc pas confirmée.

1.3. Impact de la propriété managériale sur la performance de l'entreprise.

A propos de la propriété managériale, nous avons évoqué, dans notre modèle théorique, l'hypothèse ($H_{1,3}$) selon laquelle *la propriété managériale assure, par la convergence des intérêts, l'amélioration de la performance de l'entreprise*. Cette hypothèse est justifiée par la théorie de l'agence qui perçoit l'actionnariat des dirigeants comme un mécanisme incitatif qui permet, via l'alignement des intérêts, la réduction des coûts d'agence tout en améliorant la création de valeur.

Les résultats de la régression mettent en évidence, conformément à ce qui a été prévu par notre hypothèse, un effet positif et significatif de la propriété du dirigeant sur la performance de l'entreprise. Le coefficient associé à ladite relation étant positif (0,519) et statistiquement significatif (la valeur du « t » associé est de 3,788 avec un $p = 0,001$). Cette variable constitue, ainsi, le facteur le plus significatif de toutes les variables explicatives de notre modèle.

Extrait du tableau n° 38 (Résultats de la régression linéaire multiple du modèle)

Variables explicatives	Coefficients	t-Student	Sig.
PROP_DG	0,519	3,788	0,001

Ce résultat peut tout d'abord se justifier par la littérature consacrée à la thèse de convergence des intérêts selon laquelle plus le pourcentage de capital détenu par le dirigeant est important, plus l'écart entre les intérêts managériaux et ceux des actionnaires diminue (Jensen et Meckling, 1976 ; Bughin et Colot, 2008 ; Darkos et Bekiris, 2010), diminuant du même coup les tentations opportunistes des dirigeants. En effet, ils sont moins enclin à prendre des décisions qui nuisent à la création de valeur étant donné leur part des coûts, en tant qu'actionnaires, augmente proportionnellement avec leur part dans le capital.

Ce premier niveau d'interprétation mérite d'être approfondi davantage surtout qu'au vu de la littérature récente, les conclusions convergent vers une relation non linéaire en forme de (U) correspondant à une succession des phénomènes de convergence des intérêts et d'enracinement¹³⁵. La forme linéaire positive de nos résultats nous amène donc à avancer que la nature de l'entreprise pourrait être prise en compte pour une meilleure interprétation. En effet, dans l'alignée de Berle et Means (1932), nous avançons que dans les entreprises patrimoniales, aussi bien entrepreneuriales que familiales, la concentration de la propriété dans les mains du dirigeant devrait annuler les problèmes d'agence liés aux conflits d'intérêts et par conséquent améliorer la performance globale. A l'opposé, dans les firmes managériales, la succession de la convergence et de la divergence des intérêts a plus de chance d'être observée.

Ceci dit, nous pouvons dire que notre hypothèse de recherche (H_{1.3}) en rapport avec l'incidence de la propriété managériale sur la performance de l'entreprise est confirmée.

2. Impact du conseil d'administration sur la performance l'entreprise.

De par ses fonctions d'incitation, de supervision des pratiques managériales et d'orientation des stratégies de l'entreprise, le conseil d'administration occupe une place importante dans le processus de création de valeur et la protection des actionnaires. Il a fait, en ce sens, l'objet d'une réflexion abondante autour des déterminants de son efficacité.

¹³⁵ La relation entre la propriété managériale et la performance est positive jusqu'à un niveau de participation de 5% du capital. Au-delà de seuil, la performance se dégrade avec l'accroissement de l'actionnariat des dirigeants jusqu'à atteindre le seuil de 25% qui correspond à l'infléchissement de la courbe de croissance de la performance dans le sens positif (Hu et Zhou, 2008 ; Bradley et Wallace, 2009).

A cet égard, nous avons abordé, dans notre revue de la littérature, le lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance de l'entreprise. Nous nous sommes intéressés à deux caractéristiques en particulier, à la taille du conseil et la proportion des administrateurs indépendants qui y siège. Ce qui nous amène à poser les deux hypothèses suivantes :

Hypothèse 1.4 : La performance de l'entreprise est positivement dépendante de la taille du conseil d'administration.

Hypothèse 1.5 : La performance de l'entreprise est dépendante positivement de la proportion des administrateurs indépendants.

Les développements qui suivent tentent de discuter de ces différents éléments au regard de l'analyse des résultats empiriques.

2.1. Vérification de l'impact de la taille du CA sur la performance de l'entreprise.

La mise en relation de la performance de l'entreprise et de la taille de son conseil d'administration permet de se prononcer sur l'hypothèse ($H_{1.4}$). Celle-ci suppose que ***la performance de l'entreprise est positivement corrélée à la taille du conseil d'administration.*** Le sens positif de cette relation se justifie par la théorie de la dépendance envers les ressources qui sous-entend que l'accroissement de la taille du conseil permet à l'entreprise d'accéder aux ressources cognitives indispensables à la création de valeur. Le conseil élargi permet à l'entreprise, à travers les nombreux administrateurs amenés à y siéger, de faire face à l'incertitude environnementale par les ressources spécifiques apportées par chaque administrateur (Coles et *al.*, 2008 ; Piot, 2009).

Pour notre cas, le résultat qui se dégage du tableau n° 38, dont l'extrait en rapport avec la variable concernée est présenté ci-dessous, souligne une association positive entre la performance de l'entreprise et la taille du conseil. Le coefficient associé étant positif (0,381) et statistiquement significatif au seuil de 10%. Le signe positif de la relation ne peut que conforter l'hypothèse initialement formulée. Ainsi, la grande taille du conseil constituerait un gage de performance de l'entreprise.

Extrait du tableau n° 38 (Résultats de la régression linéaire multiple du modèle)

Variables explicatives	Coefficients	t-Student	Sig.
TAILLE_CA	0,381	2,921	0,007

La validation de cette hypothèse constitue une confirmation à la littérature sur la théorie de la dépendance envers les ressources. La grande taille du conseil correspondrait, ainsi, à la réponse de l'entreprise à l'incertitude de son environnement (Pfeffer, 1972). L'accroissement de la taille du conseil favorise le développement de son capital social via les connexions, apportées par chaque membre supplémentaire, avec les détenteurs de ressources.

D'un autre côté, ce résultat contraste avec des travaux antérieurs (Ginglinger 2012 ; Gillet-Monjarret et Martinez, 2012), qui s'appuyant sur le principe de cohésion des groupes, soulignent que plus grande est la taille du conseil, plus il y a de coalitions et de conflits de groupe, et plus grande sera sa domination par les dirigeants. L'accroissement de la taille du conseil renfermerait, par conséquent, des coûts de coordination et cognitifs élevés (Wirtz, 2006).

Compte tenu de ces développements, nous pouvons supposer que les gains associés à la diversité des compétences et des expériences des conseils de taille élargie, l'emporte sur les coûts de coordination et de prise de décision imputables au fonctionnement des grands groupes. Par conséquent, notre hypothèse de recherche relative à la contribution de la taille du CA à la performance est confirmée et s'aligne donc avec les avancées théoriques de notre recherche.

2.2. Vérification de l'impact de l'indépendance du conseil d'administration.

Selon notre hypothèse ($H_{1,5}$) nous avons anticipé une relation positive entre la proportion des administrateurs indépendants siégeant au sein du CA et le niveau de performance enregistré par l'entreprise. Cette prédiction découle essentiellement de la théorie de l'agence qui souligne la supériorité, en termes d'efficacité du contrôle des dirigeants, des conseils dominés par les administrateurs indépendants.

À l'aide des résultats indiqués dans le tableau ci-dessous, il est possible de confirmer que la performance de l'entreprise est sensible à la représentativité des administrateurs indépendants. En effet, conformément à ce qui a été prévu, la mesure retenue pour opérationnaliser l'indépendance des CA a un effet positif (0,262) et statistiquement

significatif au seuil de 10% sur la performance de l'entreprise. Ceci nous amène, donc, à valider l'hypothèse ($H_{1.5}$) initialement formulée.

Extrait du tableau n° 38 (Résultats de la régression linéaire multiple du modèle)

Variables explicatives	Coefficients	t-Student	Sig.
INDEP_CA	0,262	2,007	0,055

Le résultat ci-dessus montre que plus la proportion des administrateurs indépendants siégeant au sein du CA est importante, meilleure est la performance de l'entreprise. Ce résultat, qui va dans le sens des recommandations des rapports et codes de bonne gouvernance, est intéressant et admet plusieurs interprétations. Il peut *a priori* surprendre par rapport à la faible représentativité des membres indépendants au sein des conseils de notre échantillon¹³⁶. Nous pouvons imaginer que l'incidence notoire observée, peut résulter des disparités constatées entre les entreprises de notre échantillon en termes de représentativité de ces membres. Ces derniers pourraient, alors, être à l'origine d'un avantage concurrentiel.

Ce résultat peut également être rapproché de l'approche cognitive de la gouvernance, qui considère le CA comme un organe d'accès et de création des ressources et compétences indispensables à la survie de l'entreprise (Charreaux, 2008). Cette analogie ne manque pas d'intérêt, surtout dans une économie dominée par le caractère familial des entreprises. Celles-ci sont, en effet, connues pour leur préférence pour les conseils internes d'où l'intérêt pour un regard neuf et indépendant délié des dynamiques internes. Ces administrateurs permettant d'établir des liens avec l'environnement externe et de percevoir de nouvelles opportunités créatrices de valeur.

Le résultat ainsi obtenu, montre bien l'effet positif et statistiquement significatif de l'indépendance du CA sur la performance, ce qui conduit à confirmer notre hypothèse ($H_{1.5}$).

En guise de synthèse, le tableau n° 40 présente un récapitulatif des résultats du test de la première série d'hypothèses :

¹³⁶ Voir supra, p. 179.

Tableau 40 : Récapitulatif de la validation des hypothèses testant l'impact des MGE sur la performance de l'entreprise.

N° hypothèses	Hypothèses	Variable mesurée	Signe attendu	Signe Obtenu	Hypothèse
<i>Hypothèse 1.1 :</i>	<i>La concentration de la propriété améliore significativement la performance de l'entreprise.</i>	Part du capital détenue par les trois premiers actionnaires.	+	+	Validée
<i>Hypothèse 1.2 :</i>	<i>L'actionnariat institutionnel contribue significativement à la performance de l'entreprise.</i>	Part du capital détenue par les II.	+	N.S	Non validée
<i>Hypothèse 1.3 :</i>	<i>La propriété managériale assure, par la convergence des intérêts, l'amélioration de la performance de l'entreprise.</i>	Part du capital détenue par les dirigeants.	+	+	Validée
<i>Hypothèse 1.4</i>	<i>La performance de l'entreprise est positivement dépendante de la taille du conseil d'administration.</i>	Nombre d'administrateurs siégeant dans le CA.	+	+	Validée
<i>Hypothèse 1.5</i>	<i>La performance de l'entreprise est dépendante positivement de la proportion des administrateurs indépendants.</i>	Proportion des administrateurs indépendants.	+	+	Validée

Vérification de l'impact de l'enracinement des dirigeants sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance.

Afin de répondre à la question centrale de cette recherche qui s'interroge sur l'effet de l'enracinement du dirigeant sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance, nous avons avancée à l'issue d'une revue de la littérature une série de cinq hypothèses posant l'effet modérateur des facteurs explicatifs de l'enracinement sur la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance de l'entreprise. Cette relation qui, elle aussi, a fait l'objet d'hypothèses ayant été testées préalablement dans la section précédente. Ceci conformément à la démarche statistique envisagée pour répondre à la question de recherche évoquée précédemment.

Ceci dit, nous nous proposons, dans cette dernière section, d'exposer les régressions multiples modérées réalisées avec la présentation des résultats individuels et globaux de celles-ci. Par la suite, il est question de se prononcer, compte tenu de ces résultats, sur les hypothèses formulées avec les interprétations qui s'imposent.

I. Présentation des modèles de régression et des conditions de leur validité.

L'objectif ici est de proposer les modèles statistiques à tester pour mettre à l'essai les hypothèses postulant l'effet modérateur de l'enracinement des dirigeants sur la relation entre les MGE et la performance de l'entreprise. Nous présentons ensuite les résultats avec les interprétations qui en découlent, avant de conclure avec la vérification des conditions de la modération conformément à la démarche empirique empruntée.

1. Présentation des modèles de régression à tester.

Comme pour la première série d'hypothèses, nous nous proposons, dans ce qui suit, de présenter les différents modèles de régression à même de nous permettre de valider ou invalider cette seconde série d'hypothèses.

1.1. Les modèles empiriques :

Pour cerner la nature de l'effet de l'enracinement managérial sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance étudiés, nous avons choisi de vérifier, pour chaque facteur explicatif de l'enracinement, l'effet modérateur qu'il pourrait avoir sur la relation observée précédemment entre les mécanismes de gouvernance et la performance de l'entreprise. En d'autres termes, il s'agit de voir si l'intensité et le sens de cette relation évoluent en fonction de l'âge du dirigeant et de son ancienneté en poste. Pour ainsi faire, nous utilisons l'approche proposée par Baron et Kenny (1986) qui consiste à introduire dans le modèle de régression initial des termes multiplicatifs correspondant à l'effet d'interaction entre chacune des variables explicatives de la première relation (MGE) et les deux modalités de la variable modératrice (âge et ancienneté du dirigeant). Les nouvelles variables sont mesurées par le produit des variables explicatives (X_i) et les variables modératrices (Z_i). Si l'impact de ces nouvelles variables ($X_i * Z_i$) sur la variable à expliquer est significatif, l'effet modérateur est ainsi démontré¹³⁷. En effet, cette démarche suggère qu'il faut, pour valider l'effet modérateur de la variable (Z_i), que l'intégration du terme d'interaction ($X_i * Z_i$) ne détériore pas l'ajustement de la régression initiale, tandis que le sens de la modulation est apprécié par le signe et la significativité du coefficient beta associé à la variable ($X_i * Z_i$).

Pour tester, ici, notre effet modérateur supposé par notre deuxième série d'hypothèses, nous nous proposons de tester le modèle de régression suivant :

$$\begin{aligned} ROE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \times CONC_K_{it} + \beta_2 \times PROP_II_{it} + \beta_3 \times PROP_DG_{it} + \beta_4 \times TAILLE_CA_{it} + \\ & \beta_5 \times INDEP_CA_{it} + \beta_6 \times AGE_DG_{it} + \beta_7 \times ANCIEN_DG_{it} + \beta_8 \cdot Z_{it} \times CONC_K_{it} + \beta_9 \cdot Z_{it} \\ & \times PROP_II_{it} + \beta_{10} \cdot Z_{it} \times PROP_DG_{it} + \beta_{11} \cdot Z_{it} \times TAILLE_CA_{it} + \beta_{12} \cdot Z_{it} \\ & \times INDEP_CA_{it} + \beta_{13} \times Z_{it} + \beta_{14} \times ANCIEN_DG_{it} + \beta_{15} \times TAILLE_FIRM_{it} + \beta_{16} \\ & \times AGE_FIRM_{it} + \beta_{17} \times ENDET_{it} + \beta_{18} \times SECTEUR_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

Dans notre cas, la variable modératrice (l'enracinement du dirigeant « Z_{it} ») étant opérationnalisée par deux mesures distinctes, en l'occurrence l'âge du dirigeant et son ancienneté en poste, l'effet modérateur posé en hypothèses sera testé à travers les deux modèles complémentaires suivants :

¹³⁷ El Akremi et Roussel (2003), « Analyse des variables modératrices et médiatrice par les méthodes d'équations structurelles : Application en GRH », Acte du 14ème Congrès AGRH, Grenoble, 20 au 22 Novembre 2003,

$$\text{Modèle (1) : } ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times CONC_K_{it} + \beta_2 \times PROP_II_{it} + \beta_3 \times PROP_DG_{it} + \beta_4 \times TAILLE_CA_{it} + \beta_5 \times INDEP_CA_{it} + \beta_6 \times AGE_DG_{it} + \beta_7 \times ANCIEN_DG_{it} + \beta_8 \times AGE_DG_{it} \times CONC_K_{it} + \beta_9 \times AGE_DG_{it} \times PROP_II_{it} + \beta_{10} \times AGE_DG_{it} \times PROP_DG_{it} + \beta_{11} \times AGE_DG_{it} \times TAILLE_CA_{it} + \beta_{12} \times AGE_DG_{it} \times INDEP_CA_{it} + \beta_{13} \times AGE_DG_{it} + \beta_{14} \times ANC_DG_{it} + \beta_{15} \times TAILLE_FIRM_{it} + \beta_{16} \times AGE_FIRM_{it} + \beta_{17} \times ENDET_{it} + \beta_{18} \times SECTEUR_{it} + \epsilon_{it}$$

$$\text{Modèle (2) : } ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times CONC_K_{it} + \beta_2 \times PROP_II_{it} + \beta_3 \times PROP_DG_{it} + \beta_4 \times TAILLE_CA_{it} + \beta_5 \times INDEP_CA_{it} + \beta_6 \times AGE_DG_{it} + \beta_7 \times ANCIEN_DG_{it} + \beta_8 \times ANCIEN_DG_{it} \times CONC_K_{it} + \beta_9 \times ANCIEN_DG_{it} \times PROP_II_{it} + \beta_{10} \times ANCIEN_DG_{it} \times PROP_DG_{it} + \beta_{11} \times ANCIEN_DG_{it} \times TAILLE_CA_{it} + \beta_{12} \times ANCIEN_DG_{it} \times INDEP_CA_{it} + \beta_{13} \times AGE_DG_{it} + \beta_{14} \times ANCIEN_DG_{it} + \beta_{15} \times TAILLE_FIRM_{it} + \beta_{16} \times AGE_FIRM_{it} + \beta_{17} \times ENDET_{it} + \beta_{18} \times SECTEUR_{it} + \epsilon_{it}$$

Avec :

β_0	: Constante
β	: Les paramètres à estimer
i	: Le nombre d'observations
t	: L'année de l'observation
ROE_{it}	: Variables mesurant la performance
$CONC_K_{it}$	: Variables mesurant la concentration de la propriété
$PROP_II_{it}$	: Variables mesurant la propriété institutionnelle
$PROP_DG$	: Variables mesurant la propriété managériale
$TAILL_CA_{it}$	: Variables mesurant la taille du conseil d'administration
$INDEP_CA_{it}$	: Variables mesurant l'indépendance du conseil d'administration
AGE_DG_{it}	: Variable mesurant l'âge du dirigeant
$ANCIEN_DG_{it}$	: Variable mesurant l'ancienneté du dirigeant
AGE_FIRM_{it}	: Variables mesurant l'âge de l'entreprise
$TAILLE_FIRM_{it}$	: Variables mesurant la taille de l'entreprise
$ENDETT_{it}$	: Variables mesurant l'endettement de l'entreprise
$SECTEUR_{it}$	: Variable dichotomique indiquent le secteur d'activité de l'entreprise.
ϵ_{it}	: Terme d'erreur

A signaler qu'au sens de Cohen, Cohen, West, et Aiken (2003)¹³⁸, nous avons choisi de centrer chacune des variables utilisées pour la création des termes d'interaction. Ce procédé qui consiste à soustraire de la variable à centrer sa valeur moyenne, permet d'éviter les problèmes de multicollinéarité potentiels entre les variables engagées dans le calcul des termes d'interaction.

¹³⁸ COHEN J., COHEN P., WEST S. G., et AIKEN L. S. (2003), « *Applied multiple regression/correlation analysis for the behavioral sciences* », 3rd Edition, Erlbaum, Hillsdale. 2003, 736 pages

1.2. Résultats des modèles de régression :

Une fois les deux modèles à analyser spécifiés, il convient à présent de passer à leur application aux données empiriques en vue de capturer les effets modérateurs supposés. Les résultats qui se dégagent de ce procédé sont présentés dans le tableau n° 41 ci-dessous :

Tableau 41 : Récapitulatif des coefficients de régression¹³⁹

Variables explicatives	Modèle (1)			Modèle (2)		
	Coefficients	t-Student	Sig.	Coefficients	t-Student	Sig.
AGE_DG * CONC_K	0,012	1,408	0,179			
AGE_DG * PROP_II	-0,160	-0,100	0,921			
AGE_DG * PROP_DG	0,470	1,886	0,079			
AGE_DG * TAILLE_CA	-0,246	-0,192	0,851			
AGE_DG * INDEP_CA	0,185	0,786	0,444			
ANCIEN_DG * CONC_K				0,341	2,866	0,012
ANCIEN_DG * PROP_II				-0,556	-2,058	0,057
ANCIEN_DG * PROP_DG				0,587	1,989	0,065
ANCIEN_DG * TAILLE_CA				0,796	1,732	0,104
ANCIEN_DG * INDEP_CA				-0,114	-2,033	0,060
	R-deux = 0,773 R-deux ajusté = 0,532 F = 3,200 Sig. = 0,015			R-deux = 0,891 R-deux ajusté = 0,775 F = 7,661 Sig. = 0,000		

Source : Etabli à partir de l'exploitation des données en utilisant le logiciel SPSS.

1.2.1. Evaluation de la qualité globale des modèles.

On remarque tout d'abord que la significativité des deux modèles est globalement satisfaisante. Les valeurs affichées du coefficient de détermination R^2 -ajusté indiquent, au seuil de 1% pour le premier modèle et 5% pour le second, que les deux modèles restituent respectivement plus de 53% et 77% de la variation exprimée dans les données de départ.

Ce résultat est conforme à la statistique de FISHER-SNEDECOR telle que présentée dans le tableau n° 4 ci-dessous , qui est de 3,200 pour le premier modèle avec une significativité inférieure à 5%, et de 7,661 pour le second modèle avec une probabilité inférieure à 1%. Ces éléments permettent ainsi de rejeter l'hypothèse nulle selon laquelle tous les coefficients (β)

¹³⁹ Nous avons choisi, pour alléger la présentation de construire un tableau synthétique des résultats obtenus par les différents modèle de régression multiple. Pour chaque ligne concernée de variable, les nombres indiqués dans chaque cellule du tableau sont les coefficients non standardisés dans la régression. Le chiffre du dessous correspond au t de Student pour chacun des coefficients.

sont nuls, pour retenir l'hypothèse stipulant qu'au moins une variable indépendante explique la variable prédite. Ceci dit, la qualité globale des deux modèles nous semble donc satisfaisante.

Tableau 42 : Analyse de Variance ANOVA des modèles.

ANOVA ^a						
Modèle		Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1	Régression	1,247	16	,078	3,200	,015 ^b
	Résidu	,365	15	,024		
	Total	1,612	31			
2	Régression	1,436	16	,090	7,661	,000 ^b
	Résidu	,176	15	,012		
	Total	1,612	31			

Source : Etabli à partir de l'exploitation des données en utilisant le logiciel SPSS

1.2.2. Evaluation individuelle des variables.

Pour se prononcer sur la significativité individuelle des variables impliquées dans les deux modèles analysés, et tout particulièrement celle des termes d'interaction intégrés dans chacun des modèles, il est fait appel à la statistique de *Student* directement fournie dans les sorties *SPSS*.

Au niveau du premier modèle, l'examen de la significativité des liens entre les différents termes d'interaction constitués par l'intégration de la variable modératrice « Age du dirigeant », et la variable performance de l'entreprise, démontre que seule l'interaction (*AGE_DG*PROP_DG*) entre les variables «Age du dirigeant» et «Propriété managériale», présente un effet significatif au signe positif (0,470, $p < 0,000$). Nous pouvons alors supposer que l'avancement dans l'âge va de pair avec l'accumulation de participation par le dirigeant, ce qui permet une amélioration de la performance due à l'alignement des intérêts ce qui sous-entend un enracinement positif.

Pour ce qui est du deuxième modèle, mis à part l'interaction entre l'ancienneté du dirigeant et la taille du conseil d'administration (*ANCIEN_DG*TAILLE_CA*), les autres termes d'interaction affichent tous des statistiques de Student significatives. Par ailleurs, les interactions de « l'ancienneté du dirigeant » avec « la concentration de la propriété », d'un côté, et avec « la propriété managériale » de l'autre côté, sont de signe positif. Tandis que

celles avec les variables « propriété institutionnelle » et « indépendance du CA » sont toutes de signe négatif.

A signaler que la significativité et le sens de l'effet du terme d'interaction entre les mesures opérationnalisant l'enracinement du dirigeant, et la variable propriété managériale (c'est-à-dire « *AGE_DG*PROP_DG* » et « *ANCIEN_DG*PROP_DG* ») sont les seules relations confirmées par les deux modèles.

2. Vérification des conditions de la modération.

Comme nous l'avons précisé précédemment¹⁴⁰, certaines conditions préalables doivent être remplies afin d'établir l'effet modérateur de l'enracinement des dirigeants sur la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance de l'entreprise. Ces conditions sont, conformément aux recommandations de Baron et Kenny (1986), au nombre de deux et se résument comme suit :

- **Condition I :** le coefficient de détermination (R-deux) de la deuxième régression qui doit être supérieur à celui de la première régression sans effet modérateur ;
- **Condition II :** L'effet de modération est établi lorsque l'interaction entre la variable indépendante et la variable modératrice présente un effet significatif sur la variable dépendante,

Par rapport à la première condition, l'examen des coefficients de détermination R^2 -ajusté des deux régressions permet de constater que seul le deuxième modèle présente un coefficient supérieur à celui de la régression sans effet modérateur (R^2 -ajusté = 0,704). En d'autre terme l'intégration des termes d'interaction (*MGE*AGE_DG*), correspondant à la modération par la variable «Age du dirigeant», détériore légèrement l'ajustement du modèle initial, alors que le pouvoir prédictif du modèle mettant en jeu les MGE et la performance de l'entreprise est légèrement amélioré par l'intégration des termes d'interaction (*MGE*ANCIEN_DG*).

Concernant la seconde condition, et mise à part la première condition, l'analyse des coefficients de la première régression fait apparaître que seul le terme d'interaction (*AGE_DG*PROP_DG*) semble être significatif. Ce résultat suggère que l'âge du dirigeant

¹⁴⁰ Voir supra p. 163.

constitue un facteur qui favorise la contribution de la propriété managériale à la performance de l'entreprise.

Quant à l'effet modérateur de l'ancienneté du dirigeant sur la relation entre les MGE et la performance de l'entreprise, il se dégage du tableau n° 41 que les termes d'interaction (*ANCIEN*CONC_K*), (*ANCIEN*PROP_II*), (*ANCIEN*PROP_DG*) et (*ANCIEN*INDEP_CA*) sont tous statistiquement significatifs. Par contre, en ce qui concerne la variable (*ANCIEN*TAILLE_CA*) ne présente aucun effet significatif sur la variable à expliquer.

Ces résultats nous amènent à ne retenir, pour l'analyse et la discussion des résultats obtenus, que les construits ayant témoigné d'une influence significative dans les précédents tests. La variable « Age du dirigeant » est donc exclue de cette procédure.

II. Discussion des résultats de la recherche.

Après avoir exposé les modèles de régression à même de nous permettre de tester les hypothèses formulées, et présenté les résultats statistiques obtenus au terme de l'analyse réalisée avec le logiciel SPSS, il convient, à présent, de procéder à l'interprétation et discussions desdits résultats. Pour rappel, la vérification des conditions de validité de la modulation pour chacune des deux manifestations de la variable modératrice (enracinement du dirigeant), à savoir l'âge du dirigeant et son ancienneté en poste, nous a amené à ne conserver pour l'analyse que les résultats issus de la deuxième régression modérée par la variables « ancienneté du dirigeant ».

1. Impact de l'enracinement sur la relation entre la structure de propriété et la performance de l'entreprise.

Dans cette première étape, il est question d'éprouver les hypothèses supposant un effet modérateur de l'enracinement managérial sur la relation entre les caractéristiques de la structure de propriété et la performance de l'entreprise. En effet, au terme de la revue de la littérature, nous avons supposé que l'effet de la concentration de la propriété ainsi que celui des propriétés institutionnelle et managériale sur la performance de l'entreprise, peuvent être modéré par le niveau d'enracinement du dirigeant. De là, découle les trois hypothèses ci-dessous formulées :

Hypothèse 2.1 : L'enracinement du dirigeant modère significativement la relation entre la concentration de la propriété et la performance de l'entreprise.

Hypothèse 2.2 : l'enracinement du dirigeant atténue le rapport entre l'actionnariat institutionnel et la performance de l'entreprise.

Hypothèse 2.3 : L'accumulation de la propriété par le dirigeant enraciné a un impact modérateur significatif sur la relation entre la propriété managériale et la performance de l'entreprise.

La vérification de ces hypothèses a été empiriquement testée au moyen de deux régressions linéaires multiples modérées dont les résultats sont développés dans la première moitié de la présente section. Il importe, à présent, de discuter en détail les coefficients de chacun des attributs pris individuellement au regard des hypothèses concernées. Nous reviendrons, ensuite, sur une mise en perspective des résultats avec la littérature mobilisée.

1.1. Vérification de l'effet modérateur de l'enracinement des dirigeants sur la relation « concentration de la propriété – performance de l'entreprise ».

La première modulation que nous avons souhaité vérifier renvoie à l'hypothèse $H_{2,1}$ mettant en relief *l'effet modérateur de l'enracinement du dirigeant sur la relation entre la concentration de la propriété et la performance de l'entreprise*. Pour rappel, la vérification de l'hypothèse $H_{1,1}$ s'est soldée par la confirmation de l'effet positif de la concentration de la propriété sur la performance de l'entreprise¹⁴¹.

Extrait du tableau 41 (Résultats des régressions linéaires multiples modérées)

Variables explicatives	Modèle (1)			Modèle (2)		
	Coefficients	t-Student	Sig.	Coefficients	t-Student	Sig.
AGE_DG * CONC_K	0,012	1,408	,179			
ANCIEN_DG * CONC_K				0,341	2,866	,012

L'interaction entre la variable « concentration de la propriété » et la deuxième dimension de l'enracinement du dirigeant, à savoir « ancienneté du dirigeant », impacte significativement la variable « performance de l'entreprise » (la valeur du « t » associé est de 2,866 avec un $p = 0,012$). Il y a donc un effet modérateur de l'ancienneté du dirigeant sur la relation observée initialement. Ce qui corrobore les prédictions de notre hypothèse. Par

¹⁴¹ Voir supra, p. 196.

ailleurs, le signe positif de cette modération indique que l'effet positif de la concentration de la propriété sur la performance de l'entreprise est d'autant plus fort que l'ancienneté du dirigeant en poste est importante.

Ce résultat peut être expliqué par le *familisme* qui caractérise le tissu économique marocain¹⁴². En effet, les économies de coût d'agence issues de la « convergence des intérêts » dans les entreprises familiales, peuvent expliquer en grande partie la performance de celles-ci (Charlier et Lambert, 2013). Elles sont, en effet, réputées pour avoir moins recours aux profils externes de peur de voir le secret de famille révélé ou de perdre le contrôle de l'entreprise. Il n'est donc pas étonnant que les dirigeants, également propriétaires, présentent une longévité importante et affichent une volonté de développer les ressources de leurs entreprises¹⁴³. Dans ce sens, nous pouvons également penser à un comportement d'intendance de nature à annihiler les problèmes d'agence et favoriser la création de richesse (Depret et al, 2005).

Cet effet modérateur peut également être expliqué dans une perspective disciplinaire. Nous pouvons ainsi envisager que l'ancienneté du dirigeant favorise son alignement sur les intérêts du propriétaire dominant. Le dirigeant souhaitant rester plus longtemps en poste et s'enraciner, veillerait à favoriser les intérêts de l'actionnaire qui détient le pouvoir de le congédier (Allemand, 2000), de peur d'entacher sa réputation sur le marché des hauts cadres et de perdre les rentes associées à sa position dans l'entreprise (Louvet et Taramasco, 2004).

En outre, ce résultat conforte la réflexion autour des théories cognitives de la gouvernance qui accordent un rôle central aux compétences managériales. La complexité du processus décisionnel et l'incertitude qui le caractérise exigeraient, du dirigeant, des qualités cognitives qui ne pourraient être acquises et renforcées qu'avec le temps passé en poste. En ce sens, la longévité du dirigeant peut être à l'origine de gains en expérience et en compétences spécifiques à l'entreprise et à son environnement (Omri, 2010), et lui permettrait, par la même occasion, d'étoffer son réseau relationnel avec l'ensemble des parties prenantes, ce qui constitue des sources de valeur pour l'entreprise.

¹⁴² ALLALI B., « Culture et gestion au Maroc: une osmose atypique. Gestion en contexte interculturel : approches, problématiques, pratiques et plongées », dans DAVEL E. et al. (dir.), Gestion en contexte interculturel : approches, problématiques, pratiques et plongées, PUL, 2008.

¹⁴³ Pichard-Stanford (1997) observe, par exemple, que la tendance des dirigeants familiaux français est nettement supérieure à celle des dirigeants non familiaux. L'auteur souligne que ces dirigeants présentent une durée de mandat nettement supérieurs qui va souvent au-delà de l'âge légal de la retraite.

1.2. Vérification de l'effet modérateur de l'enracinement des dirigeants sur la relation « propriété institutionnelle – performance de l'entreprise ».

La seconde modération que nous avons étudiée concerne l'effet de l'enracinement du dirigeant sur la relation entre la propriété institutionnelle et la performance. Celle-ci va nous permettre de vérifier l'hypothèse $H_{2,2}$ qui stipule que *l'enracinement du dirigeant atténue le rapport entre l'actionnariat institutionnel et la performance de l'entreprise*. Ce rapport supposé positif (selon l'hypothèse $H_{1,2}$) n'a, finalement, pas été validé à l'issue de l'étude statistique précédente¹⁴⁴. Le résultat obtenu n'a permis d'établir aucun effet de la propriété institutionnelle sur la performance de l'entreprise témoignant une passivité des investisseurs institutionnels dans le gouvernement des entreprises de leurs portefeuilles.

Extrait du tableau 41 (Résultats des régressions linéaires multiples modérées)

Variables explicatives	Modèle (1)			Modèle (2)		
	Coefficients	t-Student	Sig.	Coefficients	t-Student	Sig.
AGE_DG * PROP_II	-0,160	-0,100	0,921 (NS)			
ANCIEN_DG * PROP_II				-0,556	-2,058	0,057

A ce propos, les résultats de la régression modérée, dont un extrait est présenté ci-dessus, mettent en évidence, conformément à ce qui a été prévu par notre hypothèse, un effet négatif et significatif de l'interaction entre l'ancienneté du dirigeant et la propriété institutionnelle ($ANCIEN_DG*PROP_II$) sur la performance de l'entreprise. Le coefficient associé à ladite relation présente un signe négatif (-0,556) et statistiquement significatif (la valeur du « t » associé est de -2,058 avec un $p = 0,057$).

A travers ce résultat, se dégage l'effet négatif que peut avoir une longévité importante du dirigeant sur l'engagement des actionnaires institutionnels dans la gouvernance des entreprises dans lesquelles ils investissent. Ce qui conforte le résultat obtenu à l'issue de la vérification de l'hypothèse ($H_{1,2}$) qui a permis de conclure à une neutralité de la performance de l'entreprise par rapport à la propriété institutionnelle.

Ce résultat intéressant admet plusieurs interprétations. Tout d'abord, cela pourrait refléter un comportement discrétionnaire des dirigeants qui peuvent utiliser l'asymétrie d'information avec ces actionnaires pour s'enraciner et accroître leur espace discrétionnaire. Dans ces conditions, les investisseurs institutionnels se retrouvent contraints de soutenir les dirigeants par peur d'ébruier leur incapacité à déjouer les stratégies opportunistes de ces derniers et voir

¹⁴⁴ Voir supra, p. 198.

leur réputation de contrôleur entachée¹⁴⁵ (Morin, 2006), ou du moins renoncer à tout engagement dans les tâches de contrôle et de suivi de la gouvernance¹⁴⁶.

Une deuxième explication nous amène à évoquer à nouveau le modèle des entreprises contrôlées par un actionnaire de référence et le cas particulier des entreprises familiales. La volonté de l'actionnaire dominant de maintenir son contrôle sur l'entreprise, peut l'amener à affaiblir le système de gouvernance (Batteau, 2009), comptant pour ce faire sur la complicité d'une équipe de direction affiliée¹⁴⁷. L'alignement du dirigeant du côté de l'actionnaire dominant, pourrait ainsi ne pas correspondre au schéma mental de ces investisseurs. La préférence qu'ils ont pour les principes de bonne gouvernance, la transparence et pour la création de richesse, pourrait se heurter à la volonté du dirigeant à maximiser l'utilité de l'actionnaire dominant, et s'approprier certains privilèges au détriment de l'intérêt général. Cela passerait, notamment, par des prélèvements à l'encontre des autres actionnaires, y compris institutionnels. Une politique de faible distribution de dividendes, pourrait alors permettre à la famille ou actionnaire dominant de disposer de fonds nécessaires pour financer des programmes de rachat d'actions (*stock repurchases*) pour renforcer son emprise sur l'entreprise, ou de les accumuler en réserve au cours des exercices afin d'éviter à l'entreprise tout recours à l'endettement.

Le soutien de l'actionnaire de contrôle, va ainsi constituer un véritable enjeu de légitimité et de légitimation pour le dirigeant afin de se pérenniser et asseoir sa domination sur les autres actionnaires notamment institutionnels. Ce faisant, la propriété des institutionnels se trouve réduite à une détention passive, ces derniers préférant tout bonnement renoncer à tout activisme dans le système de gouvernance pour se soucier uniquement des rendements à court terme de leurs participations (Dong et Ozkan, 2008).

En somme, on se rend compte que le temps passé en poste permet au dirigeant d'asseoir son espace discrétionnaire et donc, de neutraliser l'effet de la propriété institutionnelle sur le niveau de performance. Ce qui corrobore l'idée de Combs et *al.* (2007) selon laquelle l'ancienneté en poste constitue l'ingrédient clé dans le processus de construction du pouvoir managérial, et confirme, pour notre cas, l'inefficacité de la propriété institutionnelle en tant que mécanisme de contrôle face au pouvoir discrétionnaires du dirigeant.

¹⁴⁵ ALEXANDRE et PAQUEROT, « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants », Finance Contrôle Stratégie, Vol.3 (N° 2), 2000, p.16.

¹⁴⁶ ROSC, « Gouvernement d'entreprise – Maroc », 2010, p.9

¹⁴⁷ Carine Girard, « Les actionnaires minoritaires », Revue française de gestion 2002/5 (no 141), p. 183

1.3. Vérification de l'effet modérateur de l'enracinement des dirigeants sur la relation « propriété managériale – performance de l'entreprise ».

A l'issue de notre revue de la littérature, nous avons supposé que l'enracinement du dirigeant modère significativement la relation, confirmée lors de la vérification de l'hypothèse ($H_{1.3}$), entre la propriété managériale et la performance de l'entreprise. En effet, nous avons supposé que l'enracinement du dirigeant, opérationnalisé par l'âge et l'ancienneté du dirigeant, amène ce dernier à accumuler, avec le temps, les participations dans le capital de l'entreprise. Ce qui n'est pas sans effet sur la relation entre la propriété managériale et la performance de l'entreprise dans le sens de renforcer l'alignement des intérêts et par conséquent la relation entre la propriété managériale et la performance de l'entreprise.

Extrait du tableau 41 (Résultats des régressions linéaires multiples modérées)

Variables explicatives	Modèle (1)			Modèle (2)		
	Coefficients	t-Student	Sig.	Coefficients	t-Student	Sig.
AGE_DG * PROP_DG	0,470	1,886	0,079			
ANCIEN_DG * PROP_DG				0,587	1,989	0,065

Le résultat qui se dégage du tableau établit une influence positive (0,587) et statistiquement significative (la valeur du « t » associé est de 1,989 avec un « p » de 0,065) de l'interaction entre l'ancienneté et la propriété managériales sur la performance de l'entreprise. Ce qui confirme notre hypothèse selon laquelle l'enracinement du dirigeant, opérationnalisée par sa longévité en poste, modère positivement la relation entre la propriété managériale et la performance de l'entreprise. Par ailleurs, le même résultat est observé pour l'autre dimension de l'enracinement retenue, à savoir l'âge du dirigeant, bien que les conditions de validité de la modération ne soient pas toutes réunies pour celle-ci¹⁴⁸.

Ce résultat peu surprenant, pourrait suggérer que le maintien en poste permet de favoriser l'alignement des intérêts managériaux sur ceux des actionnaires. Le temps passé à la tête de l'entreprise, permet au dirigeant de s'approprier suffisamment de participations¹⁴⁹ pour l'inciter à maximiser la richesse actionnariale. Dès lors, nous pouvons avancer qu'à mesure que l'ancienneté du dirigeant s'apprécie, sa participation au capital croit parallèlement pour favoriser la convergence des intérêts ce qui se reflète, entre autres, au niveau de la performance de l'entreprise.

¹⁴⁸ Voir supra, p. 210.

¹⁴⁹ Ceci, à travers des programmes initiés par l'entreprise comme les plans d'actionnariat salarié ou les systèmes de rémunérations indexés sur les résultats (Amihud et Lev, 1981), ou bien tout simplement par l'achat d'actions de l'entreprise durant ses phases de performance (Cho, 1998)

Tout comme pour les deux précédentes hypothèses, nous envisageons d'explorer la piste de l'entreprise patrimoniale (aussi bien entrepreneuriale que familiale). A partir de là, les résultats auxquels nous sommes parvenus pourrait s'interpréter par la capacité du système familial à aligner les intérêts des différents acteurs sur l'objectif de maximisation de la valeur. A l'évidence, dans ce type d'entreprises, l'enracinement managérial, légitimé aussi bien par les liens familiaux (James, 1999) que par l'absence de prétendants non-familiaux au poste de direction (Gomez Meija et *al.*, 2001), permet aux dirigeants familiaux de s'identifier à l'entreprise et œuvrer pour sa réussite. La cohésion familiale peut alors inciter le dirigeant à adopter un comportement d'intendance à dominance affective fortement compatible avec l'objectif de maximisation de la valeur (Pichard-Stanford, 2002). En outre, ce résultat peut être rapproché des écrits de James (1999), qui affirme qu'une fois assuré de l'emprise de la famille sur la propriété, les dirigeants familiaux sont aussitôt motivés à entreprendre des actions qui profiteront aux générations futures de propriétaires¹⁵⁰.

Par ailleurs, la clé de la performance résiderait, également, dans les capacités cognitives du management à initier de nouvelles opportunités de développement génératrices de richesse (Wirtz, 2009). Ainsi, le temps passé à la tête de l'entreprise, inciterait le dirigeant à s'investir dans un processus d'apprentissage à travers l'acquisition de compétences techniques spécifiques et le développement de relations étroites avec les différentes parties prenantes de l'entreprise. Ce faisant, il serait à même de fournir les meilleures réponses à l'incertitude environnementale voir d'exploiter cette incertitude pour maximiser la valeur actionnariale.

2. Impact de l'enracinement des dirigeants sur l'efficacité du conseil d'administration.

Nous allons maintenant voir ce qu'il en est de l'effet de l'enracinement des dirigeants sur l'efficacité du conseil d'administration. Sur cette question, notre revue de la littérature nous a permis de faire la proposition d'un effet modérateur de l'enracinement managérial sur la relation confirmée entre les attributs du conseil, à savoir la taille et le niveau d'indépendance de ses membres, et la performance de l'entreprise. Les hypothèses ainsi formulées sont les suivantes :

¹⁵⁰ James JR., «*What can the family contribute to business? Examining contractual relationship*», *Family Business Review*, vol. 12 (N° 1), 1999, p. 42.

Hypothèse 2.4 L'enracinement du dirigeant modère négativement la relation entre la taille du conseil et la performance de l'entreprise.

Hypothèse 2.5 L'enracinement du dirigeant nuit au rôle supposé bénéfique des administrateurs indépendants sur la performance de l'entreprise.

2.1. Vérification de l'effet modérateur de l'enracinement des dirigeants sur la relation « taille du CA - la performance de l'entreprise ».

Dans le cadre de notre recherche, nous avons cherché à connaître l'impact de l'enracinement managérial sur la relation entre la taille du conseil d'administration et la performance de l'entreprise. En testant cette dernière relation, nous avons conclu que la performance de l'entreprise est positivement dépendante de la taille du CA. Ce qui peut être expliqué par l'apport cognitif de chaque membre supplémentaire, allant ainsi à l'encontre de la théorie de l'agence qui soutient l'idée selon laquelle plus la taille du CA est réduite, plus le contrôle auquel le dirigeant est soumis serait étroit et efficace.

L'idée de notre hypothèse $H_{2.4}$ est que le comportement discrétionnaire du dirigeant peut l'amener à agir sur la taille du conseil pour asseoir son emprise dessus, ce qui n'est pas sans effet sur l'efficacité de cet organe et ainsi sur son apport à la performance de l'entreprise.

La vérification statistique de cette hypothèse s'est soldée par les résultats dont un extrait est présenté ci-après :

Extrait du tableau 41 (Résultats des régressions linéaires multiples modérées)

Variables explicatives	Modèle (1)			Modèle (2)		
	Coefficients	t-Student	Sig.	Coefficients	t-Student	Sig.
AGE_DG * TAILLE_CA	-0,246	-0,192	0,851			
ANCIEN_DG * TAILLE_CA				0,796	1,732	0,104

A la lecture de ce résultat, nous constatons qu'aucun lien significatif n'est établi entre le terme d'interaction ($ANCIEN_DG * TAILLE_CA$) et la performance de l'entreprise. Ceci dit, note hypothèse supposant un effet modérateur de l'enracinement sur la relation entre la taille du CA et la performance de l'entreprise, se trouve ainsi non supportée.

Ce résultat conduit à écarter l'idée d'une influence du comportement discrétionnaire du dirigeant sur la dimension du conseil d'administration et par conséquent sur l'effet de celle-ci sur son efficacité. L'effet positif de la taille du conseil sur la performance de l'entreprise,

confirmé lors de la vérification de l'hypothèse $H_{1.4}$, est de ce fait indifférent au niveau d'enracinement du dirigeant.

Il se pourrait que ce résultat traduise, avant tout, une non implication des dirigeants dans le processus de nomination des administrateurs. En effet, au Maroc le conseil d'administration comporte obligatoirement entre trois et douze membres¹⁵¹. Les premiers administrateurs sont nommés par les statuts, auxquels s'y ajoutent de nouveaux membres du fait notamment de l'entrée de nouveaux actionnaires à l'occasion d'appel public à l'épargne¹⁵². La taille du CA dépendrait ainsi davantage de la structure de propriété et de la volonté de coopter des profils externes dotés de compétences spécifiques pour l'accompagnement stratégique de l'entreprise.

A ce titre, et tenant compte de la densité de la propriété qui caractérise les entreprises dominées par une famille ou par des actionnaires de contrôle, et de la réunion des fonctions de direction et du contrôle dans les mains de ces derniers, le CA correspondrait davantage à un conseil de famille dominé par les relations sociales entre administrateurs et dirigeants (Subrahmanyam, 2008). Les administrateurs et dirigeants, tous deux affiliés ou loyaux envers un actionnaire dominant, développeraient alors une certaine sympathie qui dissuaderait les dirigeants d'œuvrer pour la nomination de nouveaux administrateurs avec lesquels il ne partagerait pas forcément les mêmes opinions¹⁵³.

2.2. Vérification de l'effet modérateur de l'enracinement des dirigeants sur la relation « indépendance du CA – performance de l'entreprise ».

La dernière hypothèse suggérée pour apporter des éléments de réponse au supposé effet de l'enracinement sur l'efficacité des MGE, stipule que *l'enracinement du dirigeant nuit au rôle supposé des administrateurs indépendants dans le système de gouvernance*. En d'autres termes, notre hypothèse ($H_{2.5}$) suppose un effet modérateur négatif de l'enracinement du dirigeant sur la relation confirmée entre la proportion des administrateurs indépendants et la performance de l'entreprise.

¹⁵¹ Article 39 de DAHIR N° 1-96-124 (14 RABII II 1417) PORTANT PROMULGATION DE LA LOI N° 17-95 RELATIVE AUX SOCIÉTÉS ANONYMES (Modifié et complété par les lois 81-99, 23-01, 20-05, 78-12)

¹⁵² Les premiers administrateurs sont nommés dans le cadre d'un vote spécial des actionnaires au moment de la première assemblée générale des actionnaires. Les nominations ultérieures l'assemblée générale ordinaire

¹⁵³ Ce résultat corrobore celui de la corrélation bivariée qui met en évidence une corrélation négative entre la taille du CA et la propriété managériale.

Extrait du tableau 41 (Résultats des régressions linéaires multiples modérées)

Variables explicatives	Modèle (1)			Modèle (2)		
	Coefficients	t-Student	Sig.	Coefficients	t-Student	Sig.
AGE_DG * INDEP_CA	0,185	0,786	0,444			
ANCIEN_DG * INDEP_CA				-0,114	-2,033	0,060

Il ressort de ce tableau que le terme d'interaction (*ANCIEN_DG * INDEP_CA*) présente un effet négatif (-0,114) et statistiquement significatif (la valeur du « t » associé est de -2,033 avec un « p » = 0,060) sur la variable performance de l'entreprise. Ce résultat empirique, qui conforte notre hypothèse, permet donc d'établir l'existence d'une modération négative de l'ancienneté du dirigeant sur la relation entre l'indépendance du CA et la performance de l'entreprise.

De ce fait, l'effet bénéfique trouvé à la présence de membres indépendants au sein des conseils de notre échantillon¹⁵⁴, pourrait être atténué par l'enracinement du dirigeant associé à sa longévité en poste. Cet effet serait maximal lorsque le dirigeant présente une ancienneté moindre, alors qu'il serait atténué voir neutralisé à mesure que cette ancienneté s'accroît.

Se pose alors la question de l'indépendance et l'objectivité effectives de ces administrateurs. En effet, la dimension strictement juridique de cette indépendance, telle que définie par la majorité des codes de bonne gouvernance, ne tiendrait pas compte des éventuelles relations pouvant les relier aux dirigeants et des biais d'influence à la disposition de ces derniers pour s'assurer l'indulgence de ces administrateur voir de s'affranchir de leur tutelle.

Ainsi, le premier de ces biais pourrait provenir de la place qu'occuperait le dirigeant au sein du conseil d'administration. D'une manière générale, la longévité en poste, qui va de pair avec l'accroissement de sa participation au capital, procure au dirigeant le droit de siéger au sein du conseil voir très fréquemment de le présider¹⁵⁵. Ce constat est plus évident lorsque la propriété est concentrée dans les mains d'une famille traditionnellement en faveur d'un cumul des fonctions de direction de l'entreprise et de présidence du conseil. De même, le temps passé en fonction, peut être l'occasion pour le dirigeant de nouer des coalitions avec l'actionnaire de référence pour faire face aux autres actionnaires et à leurs représentants au sein du CA (Le Maux, 2004). De cette façon, le dirigeant qui se voit confier la présidence du

¹⁵⁴ Voir supra, p. 203.

¹⁵⁵ Le cumul est encore une pratique très répandue. En effet, dans le cas de ces sociétés, l'actionnaire ou les actionnaires principaux sont très souvent les dirigeants et exercent donc directement le contrôle sur celle-ci.

conseil, voit sa position hiérarchique renforcée pour se mettre à l'abri de tout contre-pouvoir au sein du conseil. Plus précisément, du fait de sa position, celui-ci se trouve investi de pouvoirs qui lui permettent d'influencer aussi bien la nomination que la durée des mandats des autres membres du conseil et surtout les membres indépendants, pour favoriser davantage de membres dociles et à la loyauté garantie (Del Vecchio, 2010 ; Ginglinger, 2012).

Une autre façon pour le dirigeant de s'assurer l'indulgence des administrateurs indépendants réside dans les liens corporatistes entre les deux parties. Nous pouvons, en effet, supposer que lorsqu'ils sont issus des mêmes institutions de formation que les dirigeants, ou appartiennent tous deux à des associations ou groupements professionnels (par exemple au Maroc avec l'institut marocain des administrateurs ou la CGEM), ces administrateurs peuvent être tenté de privilégier les intérêts du corps au détriment des performances économiques de l'entreprise (Charreaux, 2003 ; Vanappelghem, 2015). En effet, l'esprit de corps pourrait faire en sorte que les intérêts des uns et des autres se rejoignent mettant en cause l'indépendance qui justifie leur cooptation (Nguyen, 2012). D'un autre côté, la pratique des mandats croisés¹⁵⁶ permet d'instaurer un climat de coopération et de complaisance entre dirigeants et administrateurs avec des échanges de faveurs (échange de votes, nominations réciproques, etc.) voir la mise en place de pratiques frauduleuses incompatibles avec l'objectif de la création de richesse.

Sur un autre plan, notre résultat pourrait soulever le problème d'incitation de ces administrateurs dans le monitoring managérial. Nous pouvons, ainsi, supposer qu'à défaut d'une contrepartie conséquente (sous forme de la rémunération qu'il perçoit et de sa réputation sur le marché de travail), un administrateur indépendant serait peu motivé à rentrer en conflit avec un dirigeant opportuniste (Conyon et Peck, 1998).

En somme, le tableau n° 43 présente un récapitulatif des résultats de la vérification de la deuxième série d'hypothèses.

¹⁵⁶ Le dirigeant d'une entreprise peut siéger, en tant qu'administrateur, au sein du conseil d'une autre entreprise dirigée par un dirigeant lui-même membre du conseil de la première entreprise.

Tableau 43 : Récapitulatif de la validation des hypothèses testant l'effet modérateur de l'enracinement sur la relation entre les MGE et la performance de l'entreprise.

N° hypothèses	Hypothèses	Signe de la modération Obtenu	Hypothèse
Hypothèse 2.1 :	<i>L'enracinement du dirigeant modère significativement la relation entre la concentration de la propriété et la performance de l'entreprise.</i>	+	Validée
Hypothèse 2.2 :	<i>l'enracinement du dirigeant atténue le rapport entre l'actionnariat institutionnel et la performance de l'entreprise.</i>	-	Validée
Hypothèse 2.3 :	<i>L'accumulation de la propriété par le dirigeant enraciné à un impact modérateur significatif sur la relation entre la propriété managériale et la performance de l'entreprise.</i>	+	Validée
Hypothèse 2.4	<i>L'enracinement du dirigeant modère négativement la relation entre la taille du conseil et la performance de l'entreprise.</i>	N.S	Non validée
Hypothèse 2.5	<i>L'enracinement du dirigeant nuit au rôle supposé bénéfique des administrateurs indépendants sur la performance de l'entreprise.</i>	-	Validée

Conclusion du chapitre 2 :

En conclusion de ce chapitre, rappelons que l'objectif qui lui a été assigné est de tester empiriquement les hypothèses de la recherche.

La démarche empruntée a commencé par une analyse descriptive qui a permis de dégager les grandes tendances des concepts mobilisés. Il s'en est dégagé une structure de propriété assez concentrée et des propriétés institutionnelle et managériale beaucoup moins importantes. Les résultats font également apparaître que les conseils d'administration étudiés comportent en moyenne un peu plus de 7 membres, dont 10% d'indépendants. Quant aux caractéristiques des dirigeants des entreprises étudiés, ces derniers présentent une moyenne d'âge de 56,76 ans et une ancienneté moyenne de 16,17 années.

Par la suite nous avons cherché à comprendre quel est l'effet de l'enracinement managérial sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance. Nous avons, ainsi, commencer par la vérification des hypothèses formulées sur le rôle des mécanismes de gouvernance étudiés, dans la performance des entreprises. L'objectif étant de confirmer cette relation de cause à effet et de la retenir pour opérationnaliser le degré d'efficacité des mécanismes concernés. Les résultats obtenus présentent les preuves empiriques qui témoignent l'impact bénéfique des deux mécanismes sur la performance de l'entreprise. En effet, mis à part la propriété institutionnelle, les autres attributs de la structure de propriété ainsi que ceux du conseil d'administration présentent tous un effet positif sur la performance de l'entreprise.

Par la suite, l'analyse à porter sur la vérification de la nature de l'effet modérateur de l'enracinement managérial sur la relation précédente. Les résultats conclus confirment des modérations de signes opposés sur la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance de l'entreprise. Ainsi, l'effet de la concentration de la propriété et de la propriété managériale sur la performance de l'entreprise, serait d'autant plus important que l'enracinement des dirigeants est accentué. Ce qui signifie que l'efficacité des deux attributs de la structure de propriété serait tout à la fois favorisée et renforcée par l'enracinement du dirigeant. A l'opposé, la contribution de la propriété institutionnelle et de l'indépendance du conseil d'administration dans la performance semble être dégradée à mesure que l'enracinement du dirigeant est important.

Conclusion de la deuxième partie :

Au cours de cette deuxième partie, nous nous sommes appuyés sur les données d'entreprises marocaines cotées pour tester l'hypothèse d'un effet de l'enracinement managérial sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance. Pour ce faire, nous avons mené deux investigations empiriques successives correspondant à l'enchaînement logique de notre réflexion.

La première de ces investigations a porté sur la confirmation de la relation d'influence entre les mécanismes de gouvernance et la performance de l'entreprise. L'objectif de cette analyse était de vérifier au préalable le cadre retenu pour conceptualiser l'efficacité desdits mécanismes. Les résultats obtenus ont corroboré les affirmations souvent rencontrées dans la littérature. Notamment, l'effet positif de la concentration de la propriété, propriété managériale, la taille et l'indépendance du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise. Par contre, seule l'hypothèse relative à l'effet de la propriété institutionnelle se trouve invalidée.

Concernant la deuxième investigation, nous avons voulu expérimenter nos hypothèses suggérant un effet modérateur de l'enracinement managérial sur l'impact de la structure de propriété et le conseil d'administration sur la performance de l'entreprise. A ce niveau de l'analyse, nos résultats suggèrent, conformément à nos hypothèses, que l'ancienneté du dirigeant, l'attribut retenu pour opérationnaliser l'enracinement managérial¹⁵⁷, présente bel et bien un effet modérateur sur les relations observés initialement. Toutefois, bien que cette série d'hypothèses ne suppose aucun sens à l'effet modérateur envisagé, notre réflexion a sous-entendu une modération négative conformément aux postulats de la théorie de l'agence qui suppose l'opportunisme managérial. Pourtant les signes des modérations qui se sont dégagés de l'analyse empirique ont mis en évidence des résultats divergents. Une modération positive de l'impact de la concentration de la propriété et de la propriété managériale sur la performance, ce qui va dans le sens des réflexions sur la compatibilité de l'enracinement avec l'objectif de maximisation de la valeur, et une modération négative dans les relations associant à la fois la propriété institutionnel et l'indépendance du conseil d'administration et la performance de l'entreprise ce qui corrobore la thèse de l'opportunisme managériale néfaste à la création de la valeur. Concernant la relation entre la taille du conseil d'administration et la performance, aucun effet modérateur n''a été observé.

¹⁵⁷ Voir supra p. 211.

Conclusion générale :

Ces dernières décennies ont été marquées par une succession de scandales (Enron, Worldcom, Vivendi, CIH, etc.) qui ont eu pour point commun de pointer du doigt la faillite des mécanismes de gouvernance face aux comportements discrétionnaires des dirigeants. De surcroît, le postulat de départ de cette recherche résidait dans l'incapacité des dispositifs de gouvernance à garantir l'alignement total des dirigeants sur les intérêts des actionnaires. D'où notre problématique qui s'est fixée pour objectif d'appréhender la nature de l'incidence que pourrait avoir l'enracinement managérial sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance.

La mise en œuvre de cette problématique nous a amené à nous interroger, au préalable, sur ce que nous entendions par « *efficacité des mécanismes de gouvernance* » et sur la façon de l'opérationnaliser. Nous avons ainsi présenté un cadre théorique, issu de la théorie de l'agence, qui stipule un effet bénéfique de ces mécanismes, notamment la structure de propriété et le conseil d'administration, sur la performance de l'entreprise. La mise en évidence de cette relation nous a amené, par la suite, à supposer que l'enracinement des dirigeants aurait un effet modérateur sur la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance de l'entreprise.

Ce faisant, l'objectif de la recherche a été poursuivi en élaborant une argumentation articulée autour des deux questions suivantes :

- Quelle influence ont les mécanismes de gouvernement d'entreprise, en particulier, la structure de propriété et le conseil d'administration, sur la performance de l'entreprise ?
- Quelle influence l'enracinement des dirigeants peut-il avoir sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise ?

A partir de la première question, nous cherchions à conceptualiser la notion d'efficacité des mécanismes de gouvernance. Pour ce faire, nous en sommes revenus à formuler une série d'hypothèses supposant une relation positive entre lesdits mécanismes et la performance de l'entreprise. La réponse à la deuxième question à, quant à elle, mobiliser une deuxième série

d'hypothèses selon lesquelles les deux manifestations de l'enracinement (l'âge et l'ancienneté du dirigeant) modéreraient la relation entre les MGE et la performance.

Les principaux résultats de cette recherche ont été récapitulés et discutés dans les conclusions intermédiaires précédentes. De ce fait, nous nous limitons, dans la présente conclusion générale, à en présenter une synthèse indicative. Pour rappel, les résultats de la recherche ont été obtenus dans le contexte marocain à partir de l'analyse de données recueillies auprès d'un échantillon de 49 entreprises inscrites à la cote de la BVC.

La première étape de l'analyse a porté sur la vérification de l'hypothèse selon laquelle la structure de propriété et le conseil d'administration pourraient, sous certaines conditions, améliorer la performance de l'entreprise. L'objectif fixé était de déterminer si les mécanismes de gouvernance étudiés pouvaient être conçus comme des variables explicatives de la performance de l'entreprise. Nous souhaitons par-là confirmer une relation de cause à effet pouvant être modérée par l'enracinement managérial.

Pris ensemble, les résultats, obtenus à l'issue de l'estimation d'un modèle de régression multiple, nous ont conduit à confirmer que les attributs de la structure de propriété, excepté la propriété institutionnelle, ainsi que ceux du conseil d'administration jouent un rôle particulier dans le processus de création de valeur. Ainsi, plus la structure de propriété est concentrée et plus la propriété managériale est importante, meilleure est la performance de l'entreprise. De même, aussi importante que soient la taille du conseil et la proportion des membres indépendants y siégeant, sera la performance de l'entreprise.

L'analyse de l'effet modérateur de l'enracinement des dirigeants sur la relation entre les MGE et la performance de l'entreprise a, par contre, mis en évidence des aspects contradictoires de l'effet de l'enracinement managérial.

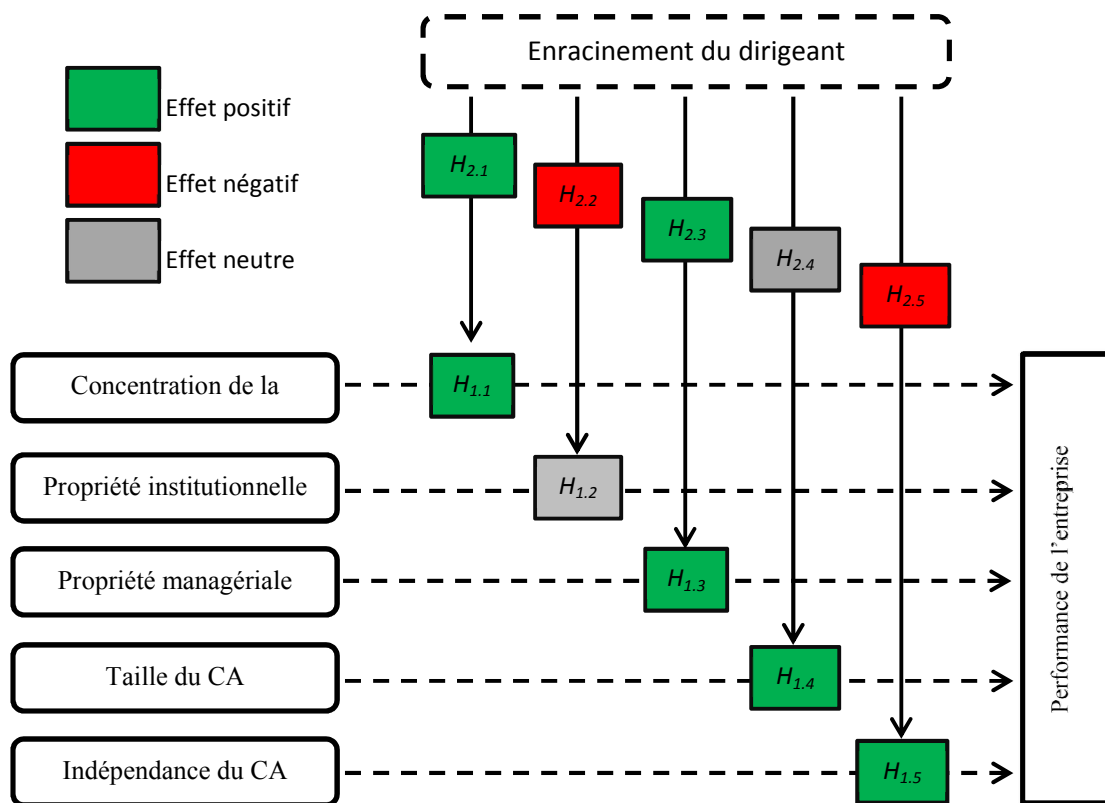
D'un côté, des modérations positives ont été observées sur l'impact de la concentration de la propriété et de la propriété managériale sur la performance confirmant les réflexions antérieures sur la compatibilité de l'enracinement avec l'objectif de maximisation de la valeur.

D'un autre côté, d'autres résultats ont mis en évidence un effet modérateur négatif de l'enracinement sur l'effet de la propriété institutionnelle et de l'indépendance du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise. Ces résultats sont conformes à l'hypothèse qu'un comportement discrétionnaire du dirigeant pourrait porter préjudice à la

contribution des investisseurs institutionnels et des administrateurs indépendants dans le processus de création de la valeur. Nous renforçons à travers ce constat, la logique de pensée selon laquelle l'enracinement du dirigeant serait incompatible à la performance de l'entreprise. Par contre, aucun effet modérateur notoire n'a été observé sur la relation entre la taille du conseil d'administration et la performance.

Pour conclure, nous présentons dans la figure suivant un résumé des résultats obtenus au regard des hypothèses de recherche.

Figure 16 : Synthèse des résultats de la recherche.



Source : Elaboré par nous-même.

Au-delà des apports attribués à notre recherche, elle n'est pas dénuée de limites qu'il convient d'exposer pour mieux orienter les recherches futures.

La première de ces limites est liée à notre terrain d'étude. En effet, pour palier au problème de disponibilité des données, nous avons volontairement ciblé les entreprises marocaines faisant appel à l'épargne publique. Or, ce choix à impliquer un champ

d'investigation assez restreint surtout après l'exclusion, pour des raisons théoriques, des entreprises à caractère financier. De même, le choix de cette population a impliqué une exclusion involontaire des entreprises d'une certaine taille (PME) et celles à capital fermé (entreprises familiales).

Il serait donc intéressant d'utiliser un échantillon plus large comportant des entreprises de tailles différentes et appartenant à différents pays afin de tenir compte de l'hétérogénéité des différents systèmes de gouvernance.

Une autre limite correspond à une limite de la modélisation conceptuelle des phénomènes mobilisés par la recherche. En effet, devant la panoplie de variables associées à l'efficacité de la structure de propriété et du CA suggérée par la littérature, seules les plus répondues dans ladite littérature ont été retenues pour cette recherche. Or, certaines variables abandonnées pourraient présenter une importance relative dans la vérification des relations supposées par notre problématique.

En ce sens, les recherches à venir pourraient intégrer à l'analyse d'autres variables sur les mécanismes de gouvernance étudiées. Ainsi, des paramètres comme la nature de l'actionnaire principal (famille ou Etat, national ou étranger), de l'actionnaire institutionnel (banque ou fond de pension, national ou étranger), ou celle du dirigeant (dirigeant familiale, dirigeant fondateur), pourraient également être associées à l'efficacité des deux mécanismes. On pourrait également étudier l'effet d'autres variables liées à l'enracinement du dirigeant tel que le cumul des fonctions de directeur général et de président du CA, le nombre de mandats d'administrateur occupé, l'appartenance à un réseau.

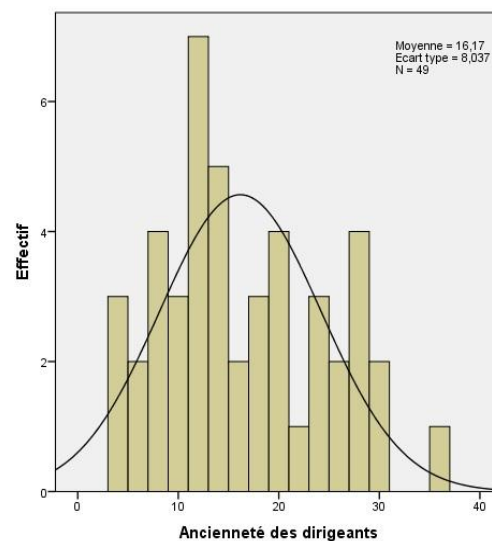
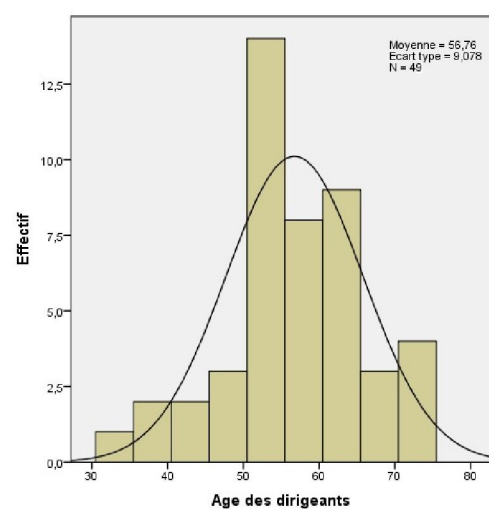
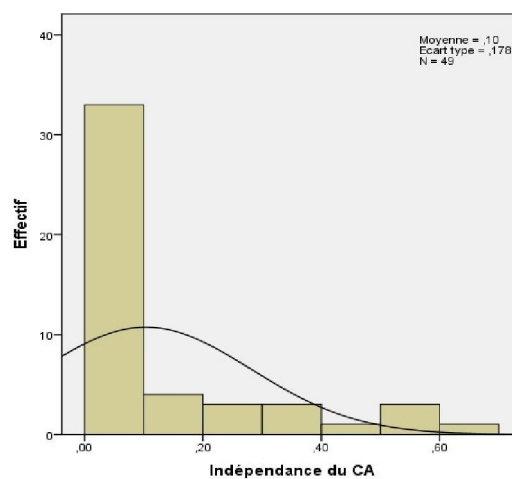
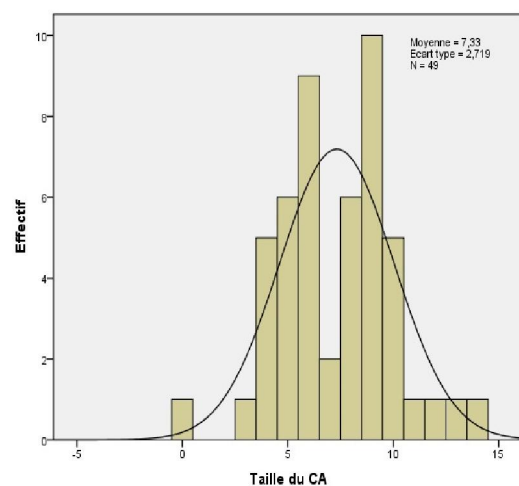
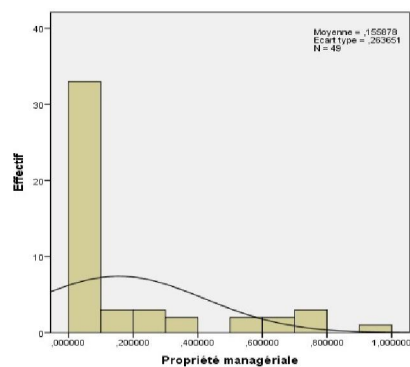
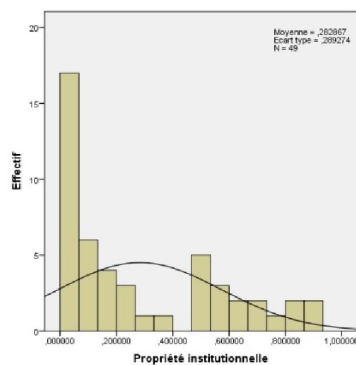
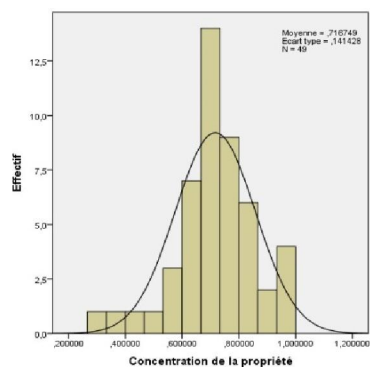
Bien conscient des limites ainsi énoncées, nous estimons, tout de même, avoir apporté un début de réponse à la problématique soulevée par notre réflexion. Nous pouvons ainsi affirmer que la structure de la propriété et le conseil d'administration constitueraient, sous certaines conditions, un levier de création de la valeur au sein de l'entreprise, et que l'enracinement managérial ne serait pas sans effet sur la capacité des deux mécanismes à assurer cette mission.

Annexes :

Annexe N° 1 : Statistiques descriptives des caractéristiques de la structure de propriété, du CA et des dirigeants par secteurs d'activité.

Secteur d'activité	N	Concentration de la propriété				Propriété institutionnelle				Propriété managériale				Taille du CA				Indépendance du CA			
		Min	Max	Moyenne	Ecart-type	Min	Max	Moyenne	Ecart-type	Min	Max	Moyenne	Ecart-type	Min	Max	Moyenne	Ecart-type	Min	Max	Moyenne	Ecart-type
Bâtiment et Matériaux de Construction	8	28,83%	100%	73,91 %	0,1412	0%	88,46%	25,16 %	0,2837	0%	99,99%	8,67 %	0,6227	5	14	8,38	4,868	0,0000	0,333	0,0417	0,1178
Pétrole et Gaz	2	73,10%	73,20%	73,15 %	0,0005	47%	73,10%	60,05 %	0,1305	0%	26,88%	13,44 %	0,1344	5	10	7,50	3,536	0,0000	0,5000	0,2500	0,3535
Immobilier	4	62,36%	88%	72,19 %	0,0999	9,90%	88%	35,82 %	0,3133	0%	61,74%	22,78 %	0,2549	4	9	6,25	2,630	0,0000	0,5000	0,2187	0,2577
Distribution	6	62,21%	83,50%	70,65 %	0,0696	0%	73,43%	20,53 %	0,2241	0%	2,84%	0,47 %	0,0106	6	9	7	1,549	0,0000	0,1667	0,0278	0,0681
Boisson	2	64,63%	81,66%	73,15 %	0,0851	16,26%	61,53%	38,90 %	0,2264	0,08%	28,47%	14,28 %	0,1420	8	10	9	1,1414	0,0000	0,4000	0,2000	0,2828
Agroalimentaire / Production	4	35,10%	76,57%	62,76 %	0,1623	0%	88,46%	23,44 %	0,3760	0%	70,58%	25,52 %	0,2902	5	9	7	1,826	0,0000	0,6667	0,2292	0,1250
Transport	2	71,69%	77,52%	74,61 %	0,0291	0%	49,52%	24,76 %	0,2476	0%	76,92%	38,46 %	0,3846	4	9	6,50	3,536	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Ingénieries et Biens d'Equipeement Industriels	2	68,53%	95,99%	82,26 %	0,1373	0%	0%	0,00 %	0	14%	99,99%	57,00 %	0,4299	8	10	9	1,414	0,2500	0,5000	0,3750	0,1768
Sociétés de Portefeuilles / Holdings	1	47,64%	47,64%	47,64 %	0	4,56 %	4,56 %	4,56 %	0	72,16 %	72,16 %	72,16 %	0	5	5	5	--	0,0000	0,0000	0,0000	--
Matériels, Logiciels et Services Informatiques	6	28,83%	74,59%	62,08 %	0,1594	0%	59,16%	29,24 %	0,2783	0%	69,29%	21,54 %	0,2333	3	9	6,50	2,811	0,0000	0,3333	0,0741	0,1345
Services aux collectivités	1	85,75 %	85,75 %	85,75 %	0	34,75 %	34,75 %	34,75 %	0	0%	0%	0,00 %	0	10	10	10	--	0,0000	0,0000	0,0000	--
Mine	3	67,00%	82,82%	77,19 %	0,0722	67,00%	82,82%	76,81 %	0,0699	0,00%	0,00%	0,00 %	0	4	6	5,33	1,155	0,0000	0,1667	0,0556	0,0962
Sylviculture et Papier	1	88,50 %	88,50 %	88,50 %	0	10,30 %	10,30 %	10,30 %	0	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0	7	7	7	--	0,0000	0,0000	0,0000	--
Equipements Electroniques et Electriques	1	85,37 %	85,37 %	85,37 %	0	1,78 %	1,78 %	1,78 %	0	0,00%	0,00 %	0,00 %	0	8	8	8	--	0,1250	0,1250	0,1250	--
Industrie Pharmaceutique	2	60,00%	94,12%	77,06 %	0,1706	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0	0,00 %	50,65%	25,33 %	0,2533	8	10	9	1,414	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Chimie	2	62,92%	69,50%	66,21 %	0,0329	10,00%	62,92%	36,46 %	0,2646	0,00%	0,00%	0,00 %	0	5	7	6	1,1414	0,0000	0,2857	0,1428	0,2020
Loisirs et Hôtels	1	58,00 %	58,00 %	58,00 %	0	47,00 %	47,00 %	47,00 %	0	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0	9	9	9	--	0,0000	0,0000	0,0000	--
Télécommunications	1	95,00 %	95,00 %	95,00 %	0	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0	0,02 %	0,02 %	0,02 %	0	9	9	9	--	0,0000	0,0000	0,0000	--
Echantillon global	49			69,98 %				26,74 %				15,91 %		3	14	7,46	2,560	0,0000	0,6667	0,1034	0,1783

Annexe N° 2 : Les formes de distribution des variables des modèles d'analyse.



Bibliographie :

Articles:

ABBOTT L.J., PARKER S. et PETERS G.F., « *Audit committee characteristics and restatements. Auditing* », *A Journal of Practice & Theory*, Vol. 23, 2004, p. 69 à 87.

ADAMS R.B. et MEHRAN H., « *Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies?* », *Economic Policy Review*, Vol. 9 (N° 1), 2003, p. 123 à 142

ADAMS R.B. et MEHRAN H., « *Corporate Performance, Board Structure, and Their Determinants in the Banking Industry* », *Federal Reserve Bank of New York Research Paper Series*, N° 330, 2008, 49 p.

AFFES H. et CHOUAIBI J., « Le rôle du système de gouvernement d'entreprise dans le développement de l'innovation technologique. Une étude empirique dans le secteur agro-alimentaire tunisien », *La Revue des Sciences de Gestion*, Vol. 228 (N° 228), 2007, p. 33-43.

AFFES H. et CHOUAIBI J., « La latitude managériale des dirigeants face à l'innovation technologique : une analyse empirique sur le marché tunisien », *Revue Gouvernance*, Vol. 4 (N° 2), 2007, 14 p.

AGRAWAL A. et KOEBNER C., « *Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholder s* », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31 (N° 3), 1996, p. 377-397.

AGRAWAL A. et MANDELKER G., « *Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments* », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25 (N° 2), 1990, p. 143 à 161

AGUENAOU S., FAROOQ O. et DI H., « *Dividend policy and ownership structure: evidence from the Casablanca Stock Exchange* », *Journal on Business Review*, Vol. 2 (N° 4), 2013, p. 116 à 121.

ALBOUY M. et CHARREAUX G., « La finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant ? », *Revue française de gestion*, N° 4, 2005, p. 139-143.

ALBOUY M., « L'actionnaire comme apporteur de ressources financières », *Revue française de gestion*, Vol. 141 (N° 5), 2002, p. 17-35.

ALCHIAN, A.A. et DEMSETZ, H., « *Production, Information Costs, and Economic Organization* », *American Economic Review*, Vol.62, 1972, p.77 à 95.

ALEXANDRE H. et CHARREAUX G., « L'efficacité des privatisations françaises. Une vision dynamique à travers la théorie de la gouvernance », *Revue économique*, Vol. 55 (N° 4), 2004, p. 791-821.

ALEXANDRE H. et PAQUEROT M., « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 3 (N° 2), 2000, p. 5-29.

ALIANI K., M'HAMID I. et ALI ZARAI M., « Diversité en genre dans le Conseil d'Administration et optimisation fiscale : validation dans le contexte tunisien », *Global Journal of Management and Business Research*, Vol.11 (N° 8), 2011, 40-50.

ALLEMAND I., « Influence de la structure de propriété sur les caractéristiques des dirigeants : le cas des sociétés cotées françaises », *Gestion 2000*, Vol. 29 (N° 5), 2012, p. 31-43.

ALLEMAND I., « Le rôle du marché des dirigeants dans le système de gouvernance des entreprises : une revue de la littérature », *Cahier du FARGO* n° 10509, Septembre 2005.

ALLOUCHE J. ET AMANN B., « L'actionnaire, dirigeant de l'entreprise familiale », *Revue française de gestion*, Vol. 141 (N° 5), 2002, p. 109-130.

ALLOUCHE J. et AMANN B., « L'entreprise familiale : un état de l'art », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 3 (N° 1), 2000, p. 33 –79.

AMIHUD, Y. et LEV B., « *Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers* », *Bell Journal of Economics*, Vol. 12 (N° 2), 1981, p. 605 à 617

AMIR E. et LEV B., « *Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry* », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22 (N° 1-3), 1996, p. 3 à 30

ANDERSON R. et REEB D., « *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500* », *Journal of Finance*, Vol. 58, p. 1301 à 1328.

ANDOW H.A. et DAVID B.M., « *Ownership structure and the financial performance of listed conglomerate firms in Nigeria* ». *The Business and Management Review*, Vol. 7 (N° 3), 2016, p. 231 à 240.

ANDRÉ P. et SCHIEHL E., « Systèmes de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 7 (N° 2), 2004, p. 165-193.

ARSHAD H. et JAVID A.Y., « *Does inside ownership matters in financial decisions and firm performance: Evidence from manufacturing sector of Pakistan* ». *PIDE Working Papers*, 1(107), 2014, p. 1 à 39.

ASSENS C. et MICU R.C., « Le rôle de la motivation dans la gouvernance d'entreprise », *Cahier de recherche du LAREQUOI, Université de Versailles-Saint-Quentin-en-Yvelines*, n° 2005-01.

BAEK J-S., KANG J-K. et PARK S.K., « *Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis* », *Journal of Financial Economics*, Vol. 71 (N° 2), 2004, p. 265 à 313.

- BAKER M. et GOMPERS P.**, « *The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering* », *Journal of Law and Economics*, Vol. 46 (N° 2), 2003, p. 569-598
- BALLET J.**, « *Stakeholders et capital social.* », *Revue Française de Gestion*, N° 156, 2005, p. 77-91.
- BARON R.M. et KENNY D.A.**, « *The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations* », *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 51 (N° 6), 1986, p. 1173-1182.
- BARTHOLOMEUSZ S. et TANEWSKI G.A.**, « *The Relationship between Family Firms and Corporate Governance* », *Journal of Small Business Management* , Vol.44 (N° 2), 2006, p. 245 à 267
- BARTRAM S., ARETZ K. et DUFEY G.**, « *Why hedge? Rationales for corporate hedging and value implications* », *Journal of Risk Finance*, Vol. 8, 2007, p. 434 à 449.
- BARREDY C.**, « L'apport de la théorie du capital social au rôle de l'administrateur externe de l'entreprise », *Revue Française de Gouvernance d'Entreprise*, N° 3, 2008, p. 163- 186.
- BATTEAU P.**, « Actionnaires, dirigeants financier et managers », *Revue française de gestion*, N° 198-199, 2009, p. 319-342.
- BEASLEY, M.S.**, « *An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud* », *The Accounting Review*, Vol. 71, 1996, p. 443 à 465.
- BEBCHUK L.A., KRAAKMAN R. et Triantis G.G.**, « *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and the Dual Class Equity: the Creation and Agency Costs of Seperating Control from Cash Flow Rights* », *NBER Working Paper*, N°. 6951, 2000, 36 p.
- BEKTAS E. et KAYMAK T.**, « *Governance mechanisms and ownership in an emerging market: The case of Turkish banks* », *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 45 (N° 6), 2009, p. 20-32.
- BEN ALI C.**, « Qualité de la publication financière et mécanismes de gouvernance en France », *Management & Avenir*, 2013/3 (N° 61), p. 109-128.
- BEN M'BAREK N.**, « L'hétérogénéité du comportement de contrôle des investisseurs institutionnels français », *Revue d'économie financière*, 2008, p. 231-254
- BEN M'BAREK N.**, « Investisseurs institutionnels, relations commerciales et d'affaires et contrôle : cas de la France », *International Journal of Education and Research*, Vol. 1 (N° 11), 2013,
- BEN M'BAREK N.**, « les facteurs explicatifs de la passivité ou de la neutralité des investisseurs institutionnels vis-à-vis du contrôle des firmes de leurs portefeuilles », *Laboratoire Orléanais de Gestion-université d'Orléans Working Papers*, N° 6, 2001, 28 p.

BEN M'BAREK N., « relation entre les firmes et les actionnaires institutionnels : promotion de l'investissement relationnel », Laboratoire Orléanais de Gestion-université d'Orléans Working Papers, N° 5, 2001, 22 p.

BEN REJEB W. et FRIQUI M., « *The Impact of Good Corporate Governance Practices on Stakeholder's Satisfaction in Tunisian Listed Companies* », *International Journal of Business and Management Studies*, Vol. 4 (N° 2), 2012, p. 187-199.

BERGADAA M. et NYECK S., « La recherche en marketing, un état des controverses », *Recherche et Applications en Marketing*, Vol. 7 (N° 3), 1992, p. 23-44.

BERGER A. et BONACCORSI di Patti E., « *Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry* », *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30 (N° 4), 2006, p. 1065 à 1102.

BERGER P.G., OFEK E. et YERMACK D.L., « *Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions* », *The Journal of Finance*, Vol. 52 (N° 4), 1997, p. 1411 à 1438

BESSIRE D., CHATELIN-ERTUR C. et ONNEE S., « Normes de gouvernance et effet d'universalisation : le cas de l'administrateur indépendant en pratique et en théorie », *La revue française de gouvernance d'entreprise*, (N° 4), 2008, p 9-32.

BILLARD L., BOISSIN JP. et DESCHAMPS B., « Profil du dirigeant et représentation des mécanismes du gouvernement d'entreprise », *Revue des Sciences de gestion*, N° 204, 2003, p. 35-49.

BHAGAT S. et BOLTON B., « *Board Ownership and Corporate Governance Indices* », Unpublished University of Colorado at Boulder, Paper, 2006

BHAGAT S., BOLTON B. et ROMANO R., « *The Promise and Peril of Corporate Governance Indices* ». *Columbia Law Review*, Vol. 108 (N° 8), 2008, p. 1803 à 1882

BOONE A.L. et al., « *The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis* », *Journal of financial economics*, Vol. 85, 2007, p. 66-101

BOUAZIZ Z. et TRIKI M., « *The impact of the characteristics of the board of directors on the financial performance of Tunisian companies* », *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, Vol. 5 (N° 2), 2013, p. 178-201

BOUBAKER A., EI HOUCINE R., « La structure de propriété et la politique de rachat d'actions en France », *La Revue Gestion et Organisation*, Vol. 5 (N°5), 2013, p. 159-166.

BOUDABBOUS S. et ZOUARI D., « Stratégies d'enracinement des dirigeants et performance des entreprises tunisiennes », *Recherches en comptabilité et finance*, supplément à la revue comptable et financière, N° 8, 2012, p. 19-34

BOUJENOUI A., BOZEC R. et ZEGHAL D., « Analyse de l'évolution des mécanismes de gouvernance d'entreprise dans les sociétés d'Etat au Canada », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.7 (N° 2), 2004, p. 95-122.

BOUJENOUI A., BOZEC R. et ZEGHAL D., « Analyse de l'évolution des mécanismes de gouvernance d'entreprise dans les sociétés d'État au Canada », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 7 (N° 2), 2004, p. 95-122

BOULERNE S. et SAHUT J.M., « Les sources d'inefficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise », *Management & Avenir*, Vol. 33 (N° 3), 2010, p. 374-387.

BOURJADE S., GERMAIN L. et LYON-CAEN C., « Conseils d'administration : indépendance, collusion et conflits d'intérêts », *Revue française d'économie*, Vol. XXXI (N° 2), 2016, p. 3-25.

BOZEC Y. LAURIN C., « Concentration des droits de propriété, séparation entre participation au capital et contrôle des votes et performance opérationnelle des sociétés : une étude canadienne », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 7 (N° 2), 2004, p. 123-164.

BRANELLEC G. et LEE J.Y., « Limitation de la rémunération excessive des dirigeants avec le *say on pay* », *LA REVUE DU FINANCIER*, N° 198, 2013, p.54-69.

BRECHET J-P, MONIN P. et SAIVES A-L., « Légitimité, déviance et délit. Des défis pour le management stratégique », *Revue française de gestion*, Vol 183 (N° 3), 2008, p. 15-34.

BRETON G. et SHATT A., « Manipulation comptable : les dirigeants et les autres parties prenantes », *Revue du financier*, N° 139, 2003, p. 18-25.

BRICKLEY J.A. et LEASE R.C. et SMITH C., « *Ownership structure and voting on antitakeover amendments* », *Journal of Financial Economics*, Vol.20 (N° 1-2), 1988, p. 267 à 291

BROUSSOAU E., « L'approche néoinstitutionnelle des coûts de transaction », *Revue française d'économie*, Vol. 4 (N° 4), 1989, p. 123-166.

BROWN K.E. et LIM J-H., « *The effect of internal control deficiencies on the usefulness of earnings in executive compensation* », *Advances in Accounting*, Vol. 28 (N° 1), 2012, p. 75-87.

BROYE G. et MOULIN Y., « Rémunération des dirigeants et gouvernance des entreprises : Le cas des entreprises françaises cotées », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 13 (N° 1), 2010, p. 67-98.

BUGHIN C. et COLOT O., « La performance des PME familiales belges : Une étude empirique », *Revue française de gestion*, Vol. 186 (N° 6), 2008, p. 1-17.

BUGHIN C., FINET A., et MONACO C., « L'influence des investisseurs institutionnels sur les orientations stratégiques des entreprises. Le cas de Blue Capital au sein du groupe Carrefour », *La Revue des Sciences de Gestion*, Vol. 251 (N° 5), 2011, p. 177 à 188.

BURKART M., GROMB D. et PANUNZI F., « *Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm* ». *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112 (N° 3), 1997, p. 693-728.

CABY J., « Investisseurs institutionnels et gouvernance de l'entreprise », *La Revue du Financier*, N° 133, 2002, p. 26-40

CASTANIAS R.P. et HELFAT C.E., « *Managerial Resources and Rents* », *Journal of Management*, Vol. 17, 1991, p. 155 à 171.

CASTANIS R.P. et HELFAT C.E., « *Managerial and Wind Fall Rents in the Market for Corporate control* », *Journal of economic behavior and organization*, Vol. 18 (N° 2), 1992, p. 153 à 184

CAPPELLI P. et HAMORI M., « *The new road to the top* », *Harvard Business Review*, 2005, p. 25 à 32.

CHARLIER P. et DU BOYS C., « Gouvernance familiale et politique de distribution aux actionnaires », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 14 (N° 1), 2011, p. 5-31.

CHARLIER P. et LAMBERT G., « Modes de gouvernance et performances des entreprises familiales françaises en fonction des conflits d'agence », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 16 (N° 2), 2013, p. 1-26.

CHARLETY P., « Le gouvernement d'entreprise : évolutions en France depuis le rapport VIENOT de 1995 », *Revue d'économie financière*, Vol. 63 (N° 3), 2003, p. 25-34.

CHARREAUX G., « Quelle théorie pour la gouvernance ? De la gouvernance actionnariale à la gouvernance cognitive et comportementale », *Cahier du FARGO* n° 1110402 (Version 1), Avril 2011.

CHARREAUX G., « Droit et gouvernance : l'apport du courant comportemental », *Revue Française de Gouvernance d'Entreprise*, n° 8, Dossier : 9ème conférence internationale de gouvernance, 2010, p. 9-34.

CHARREAUX G., « À la recherche du lien perdu entre caractéristiques des dirigeants et performance de la firme : gouvernance et latitude managériale », *Economie et Sociétés*, 2008, p. 1831-1868.

CHARREAUX G., « Pour une gouvernance d'entreprise "comportementale" : Une réflexion exploratoire... », *Revue française de gestion*, Vol. 157 (N° 4), 2005, p. 215-238.

CHARREAUX G., « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », *Cahier du FARGO* n° 1040101, (Version révisée), Décembre 2004.

CHARREAUX G., « Le point sur... Les réseaux d'administrateurs et de dirigeants », *Revue Banque & Marchés*, N° 66, 2003, p. 59-63.

CHARREAUX G., « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue française de gestion*, Vol. 141 (N° 5), 2002, p. 77-107.

CHARREAUX G., « Quelle théorie pour la gouvernance ? De la gouvernance actionnariale à la gouvernance cognitive », *Cahier de recherche du FARGO*, Dijon, n°140101, 2002.

CHARREAUX G., « Nouvelle économie et gouvernance », *Revue d'économie financière*, 2000, p. 315-322.

CHARREAUX G., « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *Revue du financier*, N° 127, 2000, p. 8-17.

CHARREAUX G., « Variation sur le thème : À la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 5 (N° 3), 2002, p. 5-68.

CHARREAUX G., « Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises », *Revue Française de Gestion*, N° 111, 1996, p. 50-64

CHARREAUX G., « Modes de contrôle des dirigeants et performance des firmes », *Revue d'économie industrielle*, N° 1, 1995, p. 135-172.

CHARREAUX G., « Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise », *Revue d'Économie Financière*, N° 31, 1994, p. 49-79.

CHARREAUX G., « Structure de propriété, relation d'agence et performance financière », *Revue Economique*, Vol. 42 (N°3), 1991, p. 521-552.

CHARREAUX G. et SCHATT A., « La recherche française en gouvernance d'entreprise : un panorama », *Cahier du Centre de recherche en Finance, Architecture et Gouvernance des Organisations* n° 1050901, Septembre 2005

CHARREAUX G. et DESBRIERES P., « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 1 (N° 2), 1998, p. 57-88.

CHARREAUX G. et WIRTZ P., « *Corporate Governance in France* », *Working Papers CREGO* n° 1070201, Université de Bourgogne, 2007.

CHATELIN-ERTUR C., BESSIRE D. et ONNEE S., « Normes de gouvernance et effet d'universalisation : Le cas de l'administrateur indépendant », *Revue Française de Gouvernance d'Entreprise*, N° 4, 2008, p. 9-29.

CHATELIN-ERTUR C., NICOLAS E., « Décision et Gouvernance : proposition d'une typologie des styles de gouvernance », *Revue des Sciences de Gestion- Direction et Gestion*, N° 251, 2011, p. 131 à 144

CHATELIN C., « Quels enjeux théoriques et méthodologiques de la théorie de la gouvernance partenariale ? La privatisation comme illustration », *Laboratoire Orléanais de Gestion*, Document de recherche N° 2002-05.

CHAVES R. et SAJARDO-MORENO A., « Les gestionnaires de l'économie sociale : entre les valeurs et l'enracinement », *Économie et Solidarités*, Vol. 35 (N° 1-2), 2004, p. 65-80

CHEN C. et STEINER T., « *An Agency Analysis of Firm Diversification: The Consequences of Discretionary Cash and Managerial Risk Considerations* », *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 14, 2000, p. 247 à 60.

CHIAPELLO E., « Les typologies des modes de contrôle et leurs facteurs de contingence », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, tome 2, Vol. 2, 1996, p. 51-74.

CHO M.H., « *Ownership structure, investment and the corporate value: An empirical analysis* », *Journal of Financial Economics*, Vol. 47 (N° 1), 1998, p. 103-121.

CHOUCHANE I., « Les déterminants de la présence des administrateurs indépendants dans les conseils d'administration des sociétés françaises », *La Revue des Sciences de Gestion*, Vol. 245-246 (N° 5), 2010, p. 63-71.

CLAESSENS S., DJANKOV S., FAN J.P.H. et LANG L.H.P., « *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings* », *The journal of finance*, Vol. 57 (N° 6), 2002, p. 2741-2771

COHENDET P. et DIANI M., « L'organisation comme une communauté de communautés croyances collectives et culture d'entreprise », *Revue d'économie politique*, Vol. 113 (N° 5), 2003, p. 697-720.

COHENDET P. et DIANI M., « L'organisation comme une communauté de communautés croyances collectives et culture d'entreprise », *Revue d'économie politique*, Vol. 113 (N° 5), 2003, p. 697-720.

COLES J. L., DANIEL N. D. et NAVEEN L., « *Boards: Does One Size Fit All ?* », *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, 2008, p. 329 à 356.

CONYON M.J. et PECK S.I., « *Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation* », *The Academy of Management Journal*, Vol. 41 (N° 2), 1998, p. 146 à 157

CRIE D., « De l'usage des modèles de mesure réflectifs ou formatifs dans les modèles d'équations structurelles », *Recherches et Applications en Marketing*, Vol. 20 (N° 2), p. 20-28.

CROSSLAND C. et HAMBRICK, D.C., « *How national systems differ in their constraints on corporate executives: a study of CEO effects in three countries* », *Strategic Management Journal*, Vol. 28 (N° 8), 2007, p. 767-789.

CUMBY J. et CONROD J., « *Non-financial performance measures in the Canadian biotechnology industry* », *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 2 (N° 3), 2001, p. 261 à 272.

DAILY C.M. et DALTON D.R., « *The relationship between governance structure and corporate performance in entrepreneurial firms* », *Journal of Business Venturing*, Vol. 7, (N° 5), 1992, p. 375-386.

DAILY C. et DALTON D., « *Board of Directors Leadership and Structure: Control and Performance Implications* », *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 17 (N° 3), 1993, p. 65 à 81.

DAILY C.M., DALTON D.R. et CANELLA A.A. « *Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data* ». *Academy of Management Review*, Vol. 28 (N° 3), 2003, p. 371 à 382.

DANET D., « Misère de la *corporate governance* », *Revue internationale de droit économique*, 2008/4 (t. XXII, 4), p. 407-433.

DARDOUR, A. et HUSSER, J., « *Does It Pay to Disclose CSR Information? Evidence from French Companies* », *Management international*, Vol. 20, 2016, p.94-108

DAUMAS J.C., « La gouvernance des entreprises à la française : le modèle et l'histoire », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, Vol. 11 (N° 3), 2005, p. 167-178.

DEGOS J.G., « Comptabilité créative et gouvernance : dualité de l'image flatteuse et de l'image fidèle », *Revue du financier*, N° 133, 2002, p. 54-68.

DELGA J., « Administrateur indépendant et *Corporate Governance* : Comparaison France-Etats Unis », *Revue Libanaise de Gestion et d'Economie*, Vol. 2 (N° 3), 2009, p. 11818

DEL VECCHIO N., « Réseaux de conseils d'administration et adoption de pratiques de gouvernance d'entreprise », *Revue française de gestion*, Vol. 202 (N°3), 2010, p. 145-161.

DEL VECCHIO N. et JOUDI M., « Dans quelle mesure la diversité au sein du conseil d'administration améliore-t-elle la gouvernance de l'entreprise ? Etude exploratoire sur les entreprises du CAC 40 », *La Revue Française de Gouvernance d'Entreprise*, N° 4, 2008, p 183-206.

DEMSETZ H., « *The structure of ownership and the theory of the firm* », *The Journal of Law and Economics*, Vol. 26 (N° 2), p. 375-390.

DE MARGERIE V., « Organisation de la gouvernance et stratégie d'entreprise : état des lieux des 120 premières sociétés françaises cotées », *Management & Avenir*, Vol. 17 (N° 3), 2008, p. 66-82.

DENIS D J., DENIS D. et SARIN A., « *Agency problems, equity ownership, and corporate diversification* », *Journal of Finance*, Vol. 52 (N° 1), 1997, p. 135-160.

DAHYA J., DIMITROV O. et McCONNELL J., « *Dominant Shareholders, Corporate Boards and Corporate Value : A Cross-Country Analysis* », *Journal of Financial Economics*, Vol. 87 (N° 1), 2008, p 73 à 100.

DIONNE-PROULX J. et LAROCHELLE G., « Éthique et gouvernance d'entreprise », *Management & Avenir*, Vol. 32 (N° 2), 2010, p. 36-53.

DJOUTSA WAMBA L. et al., « Impact du changement de dirigeant sur la valeur des entreprises camerounaises : effet modérateur de la nature de départ et du contexte économique de l'entreprise », *Revue Congolaise de Gestion*, Vol. 15-16 (N° 1), 2012, p. 9-44.

DALTON D., HITT M., CERTO T. et DALTON C., « *The Fundamental Agency Problem and Its Mitigation* », *The Academy of Management Annals*, Vol. 1 (N° 1), 2007, p. 1 à 64.

DARDOUR, A. et HUSSER J., « Politique de rémunération incitative du dirigeant et divulgation d'informations RSE », *Management & Avenir*, Vol. 71 (N° 5), 2014, p. 55 à 72.

DARDOUR A. et HUSSER J., et HOLLANDTS X., « *CEO compensation and board diversity: evidence from french listed companies* », *Revue de gestion des ressources humaines*, Vol. 98 (N° 4), 2015, p. 30 à 44.

DARKOS A.A. et BEKIRIS F.V., « *Corporate performance, managerial ownership and endogeneity: A simultaneous equations analysis for the Athens stock exchange* », *Research in International Business and Finance*, Vol.24, 2010, p. 24 à 38.

DAVIS J.H., SCHOORMAN F.D. et DONALDSON L., « *Toward a Stewardship Theory of Management* », *The Academy of Management Review*, Vol. 22 (N° 1), 1997, p. 20 à 47.

DE ANDRES P., AZOFRA V. et LOPEZ, F., « *Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness* », *Corporate Governance*, Vol. 13 (N° 2), 2005, p. 197 à 210.

DONALDSON L. et DAVIS J., « *Stewardship Theory or Agency Theory* », *Australian Journal of Management*, Vol. 16 (N° 1), 1991, p.49 à 64.

DONG M. et OZKAN A., « *Institutional investors and director pay: An empirical study of UK companies* », *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 18, 2008, p. 16 à 29.

DORSAF B. et LEGER JARNIOU C., « Enracinement des dirigeants vers une intégration des clients dans la gouvernance des entreprises : Cas des entreprises Tunisiennes Cotées », *Recherches en Sciences de Gestion*, 2011/6 (N° 87), p. 117-141.

DUBOST N., « Motivations des administrateurs d'associations et rôle attendu du CA : une étude empirique », *Gestion et management public*, Vol. 2-3 (N°1), p. 5-22.

DUCASSY I. et MONTANDRAU S., « *Corporate social performance, ownership structure, and corporate governance in France* », *Research in International Business and Finance*, Vol. 34, May 2015, p. 383-396.

DUCASSY I. et GUYOT A., « *Complex ownership structures, corporate governance and firm performance: The French context* », *Research in International Business and Finance*, Vol. 39, (N° PA), 2017, p. 291-306.

DYCK A. et ZINGALES L., « *Private Benefits of Control: An International Comparison* », *Journal of Finance*, Vol. 59 (N° 2), 2004, p. 537-600.

EDLIN A.S. et STIGLITZ J.E., « *Discouraging Rivals: Managerial Rent-Seeking and Economic Inefficiencies* », *NBER Working Paper*, N° w4145, 1992.

EISENBERG T., SUNDGREN S. et WELLS M.T., « *Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms* », *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, 1998, p. 35 à 54.

EL AOUADI A., « les stratégies d'enracinement des dirigeants d'entreprises : le cas marocain », *Working paper n° 599, CEROG-IAE d'Aix-en-Provence*, Mars 2001

EL AKREMI A. et ROUSSEL P., « Analyse des variables modératrices et médiatrices par les méthodes d'équations structurelles : Applications en GRH », xxxx, p. 1063-1097.

ELYASIANI E. et JIA J., « *Distribution of institutional ownership and corporate firm performance* », *Journal of banking & Finance*, Vol. 34, 2010, p.606 à 620.

EMINET A. et GUEDRI Z., « *The Role of Nominating Committees and Director Reputation in Shaping the Labor Market for Directors: An Empirical Assessment* », *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 18 (N° 6), 2010, p. 557 à 574.

EMINET A., GUEDRI Z. et ASSEMAN S., « Le dirigeant est-il l'architecte de sa rémunération ? Structure de contrôle du conseil d'administration et mobilisation du capital social », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 12 (N° 3), 2009, p. 5-36.

ERTURK I., FROUD J., JOHAL S. et al., « La gouvernance d'entreprise au service de la valeur actionnariale ou de l'enrichissement des dirigeants ? », *A contrario*, Vol. 2 (N° 2), 2004, p. 83-115.

FACCIO M., LANG L.H. et YOUNG L., « *Dividends and Expropriation* », *AMERICAN ECONOMIC REVIEW*, Vol. 91 (N° 1), 2001, p. 54 à 78.

FACCIO M., LANG L. H.P., « *The ultimate ownership of Western European corporations* », *Journal of Financial Economics*, Vol. 65 (N° 3), 2002, p. 365-395.

FADHILA H., AZOUZI M.A. ET JARBOUI A., « *Governance mechanisms, managerial's commitment bias and firm's investment decision escalation: Failure of firm's crises communication: Bayesian network method* », *Asian Journal of Empirical Research*, Vol 4 (N° 2), 2014, p.125-149.

FADIL N., « Stratégie, gouvernance et performance des moyennes entreprises : quel est l'impact de la cotation en bourse ? », *Revue Management & Avenir*, Vol. 11 (N° 1), 2007, p. 147-166.

FAMA E.F. et FRENCH K.R., « *Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt* », *The Review of Financial Studies*, Vol. 15 (N° 1), 2002, p. 1 à 33.

FAMA E.F. et JENSEN M.C., « *Separation of ownership and control* », *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, 1983, p. 301-325.

FAMA, E.F., « *Agency problems and the theory of the firm* », *Journal of Political Economy*, Vol. 88, 1980, p. 288-307

FERREIRA M. et MATOS P., « *The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world* », *Journal of Financial Economics*, Vol. 88 (N° 3), 2008, p. 499 à 533.

FEUDJO, J.R., « Homogénéité, hétérogénéité de l'équipe dirigeante, performance de l'entreprise et enracinement du dirigeant », *La revue des sciences de gestion*, Vol. 219 (N° 3), 2006, p. 115-128.

FLUCK Z. et KHANNA N., « *A Theory of Corporate Boards with Endogenous Information Collection, Optimal Compensation and Strategic Voting: When Do Independent Boards Dominate Rubberstamping Ones?* », Michigan State, Working Paper, 2008.

FROEHLICHER T., « Les liens sociaux entre dirigeants et le déclenchement de la coopération interentreprises », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 1 (N° 1), mars 1998, p. 99 - 124.

FURUBOTN E.G. et PEJOVICH S., « *Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature* », *Journal of Economic Literature*, Vol. 10 (N° 4), 1972, p. 1137 à 1162.

GALLO M. A. et VILASECA A., « *A financial perspective on structure, conduct, performance in family firms: an empirical study* », *Family Business Review*, Vol. 11, 1998, p. 35 à 47.

GARVEY G.T. et SWAN P., « *The economics of corporate governance: Beyond the Marshallian firm* », *Journal of Corporate Finance*, Vol. 1 (N° 2), 1994, p. 139 à 174.

GUEST P., « *The determinants of board size and composition: Evidence from the UK* », *Journal of Corporate Finance*, Vol.14 (No.1), 2008, p. 51-72

GHARBI H. ET LEPERS X., « Actionnariat salarié et enracinement des dirigeants : un essai de compréhension », *Innovations*, Vol. 27 (N° 1), 2008, p. 121-146.

GHERTMAN M., « Oliver Williamson et la théorie des coûts de transaction », *Revue française de gestion*, Vol. 142 (N° 1), 2003, p. 43-63.

GILLET-MONJARRET C. et MARTINEZ I., « La vérification sociétale des entreprises du SBF 120 : l'impact de la structure de propriété et du conseil d'administration », *Comptabilité - Contrôle - Audit*, Vol 18 (N° 3), 2012, p. 43-66.

GINGLINGER É., « L'actionnaire comme contrôleur », *Revue française de gestion*, Vol. 141 (N° 5), 2002, p. 37-55.

GINGLINGER É., « Quelle gouvernance pour créer de la valeur? », *Revue d'économie financière*, N°106, 2012, p. 227 à 242.

GIRARD C., « L'incidence de l'activisme actionnarial sur les mécanismes de gouvernance : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 7 (N° 3), 2004, p. 91-116.

GIRARD C., « Les actionnaires minoritaires », *Revue française de gestion*, Vol. 141 (N° 5), 2002, p. 183-202.

GIRARD C., « Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 4 (N° 3), 2001, p. 123-146.

GODARD L. et SCHATT A., « Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français. Un état des lieux », *Revue française de gestion*, Vol. 158 (N° 5), 2005, p. 69-87.

GODARD L. et SCHATT A., « Les déterminants de la qualité des conseils d'administration français », *Gestion* 2000, N° 4, 2005, p. 81-101.

GODARD L. et SCHATT A., « Faut-il limiter le cumul des fonctions dans les conseils d'administration ? : Le cas français », *La Revue des Sciences de Gestion*, Vol. 213 (N° 3), 2005, p. 61-72.

GODARD L., « La taille du conseil d'administration : déterminants et impact sur la performance », *Revue Sciences de Gestion – Management Sciences*, N° 33, 2002, p.125-148

GODARD L., « La taille du conseil d'administration : déterminants et impact sur la performance », *Cahier du Centre de recherche en Finance, Architecture et Gouvernance des Organisations* n° 1010702, Juillet 2001.

GODARD L., « Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 1 (N° 4), 1998, p. 39-61.

GODARD L., RAFFOURNIER B. et SCHATT A., « Quels sont les déterminants de la composition des conseils d'administration ? : Le cas des entreprises belges, françaises et suisses. », *La Revue Française de Gouvernance d'Entreprise*, N°4, 2008, p 33-58.

GOMEZ P.Y., « Jalons pour une histoire des théories du gouvernement des entreprises », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 6 (N° 4), 2003, p. 183-208.

GOMEZ-MEJIA L., NUNEZ-NICKEL M. et GUTIERREZ I., « *The Role of Family Ties in Agency Contracts* », *The Academy of Management Journal*, Vol. 44 (N° 1), 2001, p. 81 à 95.

GOODSTEIN J., GAUTAM K. et BOEKER W., « *The effects of board size and diversity on strategic change* », *Strategic Management Journal*, Vol. 15 (N° 3), 1994, p. 241 à 250.

GORTON G. et SCHMID F.A., « *Universal banking and the performance of German firms* », *Journal of Financial Economics*, Vol. 58 (N°1-2), 2000, p. 29 à 80.

GOYAL V. et PARK C.W., « *Board leadership structure and CEO turnover* », *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8 (N° 1), 2002, p. 49 à 66.

HAFSI, T., NADEAU B. et PERRAULT C., « Les investisseurs institutionnels : le nouveau gouvernement pour l'entreprise », *Gestion*, Vol. 23 (N° 3), 1998, p. 146-155.

HAFSI T. et YOUSSEFZAI F., « Dirigeants d'entreprises, focaliser sur les actionnaires n'est pas légitime ! », *Revue française de gestion*, Vol. 183 (N° 3), 2008, p. 111-130.

HAMBRICK D.C. et D'AVENI R.A., « *Top Team Deterioration As Part of the Downward Spiral of Large Corporate Bankruptcies* », *Management Science*, Vol. 38 (N° 10), 1992, p. 1445 à 1466.

HAMEL J., « A propos de l'échantillon : De l'utilité de quelques mises au point », *Recherches quantitatives*, Vol. 21, 2000, p. 3-20.

HANIFFA R. et HUDAIB M., « *Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies* », *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 33 (N° 6/7), 2006, p.1034 à 1062.

HARADA K. et NGUYEN P., « *Ownership concentration and dividend policy in Japan* », *Managerial Finance*, Vol. 37 (N° 4), 2011, p. 362 à 379.

HARRIS M. et RAVIV A., « *A Theory of Board Control and Size* », *Review of Financial Studies*, Vol. 21, 2008, p. 1797 à 1832.

HEALY P.M. et PALEPU K.G., « *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature* », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31 (N° 1-3), 2001, p. 405 à 440.

HERMALIN B.E. et WEISBACH M.S., « *Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature* », *Economic Policy Review*, 2003, p. 7-26

HERMALIN B.E. et WEISBACH M.S., « *The determinants of Board composition* », *Rand Journal of Economics*, 19, 1988, p 589- 606.

HILL C.W.L. et JONES T.M. (1992), « *Stakeholder-agency theory* », *Journal of Management Studies*, Vol. 29 (N° 2), 1992, p. 131 à 154.

HILL C.W.L. et PHAN P., « *CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay* », *The Academy of Management Journal*, Vol. 34 (N° 3), 1991, p. 707 à 717.

HIMMELBERG C., HUBBARD R.G. et PALIA, D., « *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance* », *Journal of Financial Economics*, Vol. 53 (N° 3), 1999, p. 353 à 384.

HIRSHLEIFER D., « *Managerial Reputation and Corporate Investment Decisions* », *Financial Management*, Vol. 22 (N° 2), 1993, p. 145 à 160.

HIRSHLEIFER D. et THAKOR A.V., « *Corporate Control Through Board Dismissals and Takeovers* », *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol. 7 (N° 4), 1998, p. 489 à 520.

HOLLANDTS X., GUEDRI Z. et AUBERT N., « *Les déterminants de la représentation des actionnaires salariés au Conseil d'administration ou de surveillance* », *Revue management international*, Vol. 15 (N° 4), 2011, p. 69-82

HOLMSTRÖM B., « *Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective* », *The Review of Economic Studies*, Vol. 66 (N° 1), 1999, p. 169 à 182.

HORVATH R. et SPIROLLARI P., « *Do the Board of Directors' Characteristics Influence Firm's Performance? The U.S. Evidence* », *Prague Economic Papers*, N° 4, 2012, p. 470-486.

HU Y. et ZHOU X., « *The performance effect of managerial ownership: Evidence from China* », *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32 (N° 10), 2008, p 2099 à 2110.

IDI CHEFFOU A., « *Composition du conseil d'administration et rémunérations incitatives des dirigeants* », *Management & Avenir*, Vol. 71 (N° 5), 2014, p. 17-35.

JAMES H.S., « *What Can the Family Contribute to Business? Examining Contractual Relationships* », *Family Business Review*, Vol. 12 (N° 1), 1999, p. 61-71.

JARBOUI A., « Impact des mécanismes de gouvernance sur la stratégie de diversification des groupes tunisiens », *Management & Avenir*, Vol. 17 (N° 3), 2008, p. 83-104.

JARBOUI A. et ABDELMOULA A., « Opportunisme managérial, valorisation boursière, et stratégie de comptabilisation des dépenses immatérielles », *La Revue du FINANCIER*, N° 165, 2007, p. 55-77.

JARBOUI A. et CHOUAIBI J., « Le rôle cognitif des actionnaires et ses conséquences sur l'innovation technologique : le cas des dirigeants industriels et banques », *La Revue des Sciences de Gestion*, Vol. 265 (N° 1), 2014, p. 79-88.

JEFFERS E. et PLIHON D., « Investisseurs Institutionnels et Gouvernance des Entreprises », *Revue d'économie Financière*, Vol. 63, 2001, p.137-152

JENSEN M.C., « *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers* », *American Economic Review*, Vol. 76 (N° 2), 1986, p. 323-329.

JENSEN M.C. et MECKLING W. H., « *Theory of the firm: Managerial agency costs and ownership structure* », *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, p. 305-360.

JENSEN M.C. et MURPHY K.J., « *Performance Pay and Top-Management Incentives* », *Journal of Political Economy*, Vol. 98 (N° 2), 1990, p. 225 à 264.

JENSEN M.C. et RUBACK R.S., « *The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence* », *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, 1983, p. 5 à 50.

JUVIN H., « La gouvernance, piège pour les organisations ? », *L'Expansion Management Review*, Vol. 116 (N° 1), 2005, p. 63-69.

KAPLAN S. et REISHUS D., « *Outside directorships and corporate performance* », *Journal of Financial Economics*, Vol. 27 (N° 2), 1990, p. 389 à 410.

KHANCHEL I., « *Corporate governance, measurement and determinant analysis* », *Managerial Auditing Journal*, Vol. 22 (N° 5), 2007, p.740 à 760.

KHANCHEL I., « Le rôle du pouvoir discrétionnaire du dirigeant dans l'amélioration de la performance : Cas des entreprises tunisiennes », *La Revue des Sciences de Gestion*, Vol. 237-238 (N° 3), 2009, p. 95-103.

KRAFFT J. et al., « Gouvernance d'entreprise et performances sectorielles : une réévaluation de la fiabilité des scores et des mesures de bonne gouvernance. », *Economie & prévision*, Vol. 197-198 (N° 1), 2011, p. 145-158.

LABREUCHE J., « Les principaux tests statistiques de l'analyse univariée : quand et comment les utiliser ? », *STV*, Vol. 22 (N° 10), 2010, p. 544-553.

LABELLE R. et SCHATT A., « Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 8 (N° 3), 2005, p. 77-104.

LABELLE R. et RAFFOURNIER B., « Conseil d'administration et gouvernance d'entreprise: une comparaison internationale », *Revue du Financier*, N° 127, 2000, p. 18-28.

LACROIX I. et St-ARNAUD P-O., « La gouvernance : tenter une définition », *Cahiers de recherche en politique appliquée*, Vol. 4 (N° 3), 2012, p. 19-37

LANG L.H.P. et STULZ R.M., « *Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance* », *Journal of Political Economy*, Vol. 102 (N° 6), 1994, p. 1248 à 1280.

LANNOO K., « Le gouvernement d'entreprise en Europe », *Revue d'économie financière*, Vol. 31 (N° 4), 1994, p. 159-181

LAPOINTE P., « Structure de propriété, investisseurs institutionnels et performance de l'entreprise : Le point des connaissances », *Revue Gestion*, Vol. 25 (N° 3), 2000, p. 58-69

LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F. et SHLEIFER A. « *Corporate ownership around the world* », *Journal of Finance*, Vol. 54 (N° 2), 1999, p. 471-517.

LEE H-k. et PARK J-H., « *The influence of top management team international exposure on international alliance formation* », *Journal of Management Studies* », Vol. 45 (N° 5), 2008, p. 961 à 981.

LEFORT F. et URZÚA F., « *Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile* », *Journal of Business Research*, Vol. 61 (N° 6), 2008, p. 615 à 622.

LEGRENZI C., « Gouvernance d'entreprise et gouvernance informatique », *Best Practices – Systèmes d'Information*, N° 23, 2009.

LEHN K.M. et ZHAO M., « *CEO Turnover after Acquisitions: Are Bad Bidders Fired?* », *Journal of Finance*, Vol. 61 (N° 4), 2006, p. 1759 à 1811.

LIPTON M. et LORSCH J.W., « *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance* », *The Business Lawyer*, Vol. 48 (N° 1), 1992, p. 59 à 77.

LOUVET P. et TARAMASCO O., « Gouvernement d'entreprise: un modèle de répartition de la valeur créée entre dirigeant et actionnaire », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 7 (N° 1), 2004, p. 81 à 116.

LEVY-TADJINE T., « A propos de la gouvernance entrepreneuriale : Une modélisation LOGIT de la relation d'accompagnement », *Revue Libanaise de Gestion et d'Economie*, Vol. 1 (N° 1), 2008, p. 165-188.

LINCK, J.S., NETTER, JEFFRY M. et YANG T., « The determinants of board structure », *Journal of Financial Economics (JFE)*, N° 87, 2008

LOUVET P. et TARAMASCO O., « Gouvernement d'entreprise : un modèle de répartition de la valeur créée entre dirigeant et actionnaire », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 7 (N° 1), p. 81-116.

MAATI J., « Réseaux d'administrateurs et performance financière des grandes entreprises en France : une revue de la littérature », *Revue française de gouvernance d'entreprises*, N° 3, 2008, p. 145-161.

MAATI J. et RIETSCH C., « La théorie du petit monde : un test sur le graphe des administrateurs des compagnies d'assurance en France en 1881 », *Economie et Institutions*, N° 18-19, 2012, p. 221-247

MADANI W.E. et KHLIF W., « Effets de la structure de propriété sur la performance des entreprises tunisiennes », *La Revue des Sciences de Gestion*, Vol. 243-244 (N° 3), 2010, p. 63-70

MAMOGHLI C. et DHOUBI R., « *Bank Corporate Governance and Insolvency Risk: evidence from an emerging market* », *Working paper 32*, SSRN Electronic Journal, <http://ssrn.com/abstract=1391878>, 2009, 28 pages.

MANGENA M. et PIKE R., « *The effect of audit committee shareholding, financial expertise and size on interim financial disclosures* », *Accounting and Business Research*, Vol. 35 (N° 4), 2005, p. 327 à 349.

MARD Y., MARSAT S. et ROUX F., « Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, 2014, p. 17 à 4.

MARD Y. et MARSAT S., « La gestion du résultat comptable autour d'un changement de dirigeant en France », *Comptabilité - Contrôle - Audit*, Vol. 15 (N° 3), 2009, p. 141 à 169.

MARGARITIS D. et PSILLAKI M., « *Capital structure, equity ownership and firm performance* », *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34 (N° 3), 2010, p. 621 à 632.

MAURAND-VALET A., « Choix méthodologiques en sciences de gestion : pourquoi tant de chiffres ? », *Management & Avenir*, Vol. 43 (N° 3), 2011, p. 289-302.

McCONNELL J.J. et SERVAES H., « *Additional evidence on equity ownership and corporate value* », *Journal of Financial Economics*, Vol. 27 (N° 2), 1990, p. 595 à 612.

MFOUAPON G.K. et FEUDJO J.R., « L'efficacité du conseil d'administration dans les sociétés anonymes au Cameroun : une lecture par l'hétérogénéité des administrateurs », *La Revue Gestion et Organisation*, N° 5, 2013, p. 196-202.

M'HAMID I., HACHANA R. et OMRI A., « Diversité genre dans le conseil d'administration et performance des entreprises tunisiennes cotées », *Global Journal of Management and Business Research*, Vol. 11 (N° 4), 2011.

MIGNON.S., « La Pérennité des Entreprises Familiales : Un Modèle Alternatif à la Création de Valeur pour l'Actionnaire ? », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 3 (N° 1), 2000, p. 169-196.

MKADMI J. ET HALIOUI K., « Analyse de l'impact du conseil d'administration sur la performance des banques conventionnelles Malaisiennes », *La Revue Gestion et Organisation*, Vol. 5 (N° 1), 2013, p. 16-26,

MORIN F. et RIGAMONTI E., « Évolution et structure de l'actionnariat en France », *Revue française de gestion*, Vol. 141 (N° 5), 2002, p. 155 à 181.

MOTTIS N. et PONSARD J.P., « L'influence des investisseurs institutionnels sur le pilotage des entreprises », *Revue française de gestion*, Vol. 141 (N° 5), 2002, p. 225-248.

MOUNGOU MBENDA S.P. et NIYONSABA SEBIGUNDA E., « Efficacité des mécanismes de gouvernance des PME : Une évaluation empirique en contexte camerounais », *Revue internationale P.M.E.*, Vol. 28 (N° 1), 2015, p. 57-85.

MTANIOS R. et PAQUEROT M., « Structure de propriété et sous-performance des firmes : une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 2 (N° 4), 1999, p. 157 -179.

MULLENBACH A., « L'apport de la théorie des parties prenantes à la modélisation de la responsabilité sociétale des entreprises », *La Revue des Sciences de Gestion*, Vol. 223 (N° 1), 2007, p. 109-120.

NEKHILI M. et POINCELOT E., «La fonction R&D et la latitude managériale : Une analyse théorique», *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 3 (N° 1), 2000, p. 5-28.

NEUMANN R. et VOETMANN T., « *CEO Turnovers and Corporate Governance* », *Finans/Invest*, 1999, p. 20 à 23.

NGOK EVINA J.F., « Système de gouvernance et performance des entreprises camerounaises : un mariage harmonieux », *La Revue des Sciences de Gestion*, Vol. 246-244 (N° 3), 2010, p. 53-62.

NGUYEN B.D., « *Does the Rolodex Matter? Corporate Elite's Small World and the Effectiveness of Boards of Directors* », *Management Science*, Vol. 58 (N° 2), 2012, p. 236 à 252.

O'BYRNE S.F., « *Top management incentives and corporate performance* ». *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 17 (N° 4), 2005, p. 105-114.

OMRI A., « Systèmes de gouvernance et performance des entreprises tunisiennes », *Revue française de gestion*, Vol. 142 (N° 1), 2003, p. 85-100.

OMRI, A et MEHRI B., « Conseil d'administration et performance des entreprises tunisiennes », *Africain Administrative studies*, N°60, 2003.

O'SULLIVAN M., « *The Innovative Enterprise and Corporate Governance* », *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 24 (N° 4), 2000, p. 393 à 416.

OULD DAOUD ELLILI N., « La propriété managériale, les caractéristiques du conseil d'administration et la richesse des actionnaires », *La Revue des Sciences de Gestion*, N° 224-225, 2007, p. 143-154.

PAQUEROT M., « L'enracinement des dirigeants et ses effets», *Revue Française de Gestion*, N° 111, 1996, p. 212-225.

PARIENTE S., « Rendement boursier, création de valeur et données comptables : une étude sur le marché français », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 3 (N° 3), 2000, p. 125- 153.

PASTRE O., « Le gouvernement d'entreprise : Questions de méthodes et enjeux théoriques », *Revue d'économie financière*, N° 31, 1994, p. 15 à 32.

PERSAIS E., « RSE et gouvernance partenariale », *Gestion 2000*, Vol. 30 (N° 1), 2013, p. 69-86.

PÉREZ R., « *Research About “global responsibility” in management* », *Corporate Governance*, *The international journal of business in society*, Vol. 3 (N° 3), 2003, p.78-89,

PETER K., SHAPIRO D. et YOUNG J., « *Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian Evidence* », *Corporate Governance*, Vol. 13 (N° 6), 2005, p. 769-784.

PICHARD-STANFORD J.P., « Légitimité et enracinement du dirigeant par le réseau des administrateurs », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 4 (N° 3), 2000, p.143-178.

PIGE B., « Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 1 (N° 3), 1998, p.131-158.

PIGE B., « Le pouvoir de révocation du conseil d'administration et l'incitation à la performance des dirigeants », *Cahier de recherche du CREGO*, N° 9306, Université de Bourgogne, Septembre 1993, 21 p.

PITSEYS J., « Le concept de gouvernance », *Revue interdisciplinaire d'études juridiques*, Vol. 65 (N° 2), 2010, p. 207-228.

POCHET C., « Inefficacité des mécanismes de contrôle managérial : le rôle de l'information comptable dans le gouvernement de l'entreprise », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, Tome 4, Vol. 2, 1998, p. 71-88.

POINCELOT E., « Le rôle de l'endettement dans le contrôle du comportement managérial : le cas des firmes dégageant du *free cash-flow* », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 2 (N° 1), 1999, p. 75-89.

POSTMA T.J.B.M., VAN EES H. et STERKEN E., « *Board Composition and Firm Performance in The Netherlands* », *Eastern Economic Journal*, Vol. 29 (N° 1), 2003, p. 41 à 58.

PROWSE S., « *Corporate Governance : Comparaison Internationale* », *Revue d'Economie Financière*, 1994, p.119-158.

RACHDI H. et EL GAIED M., « L'impact de l'Indépendance et de la dualité du Conseil d'Administration sur la Performance des Entreprises : Application au Contexte Américain », *Revue Libanaise de Gestion et d'Economie*, N° 3, 2009, p. 127-150.

RAJAN R.G. et ZINGALES L., « *Financial Dependence and Growth* », *The American Economic Review*, Vol. 88 (N° 3), 1998, p. 559 à 586.

REBERIOUX A., « Gouvernance d'entreprise et théorie de la firme. Quelle(s) alternative(s) à la valeur actionnariale ? », *Revue d'économie industrielle*, Vol. 104, 2003, p. 85-110.

REYNA J.M.S.M., VAZQUEZ R.D., et VALDES A. L., « *Corporate governance, ownership structure and performance in Mexico* ». *International Business Research*, Vol. 5 (N° 11), 2012, p. 12 à 27.

ROE J.M., « Les rentes et leurs conséquences en matière de gouvernance des entreprises », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 5 (N° 1), 2002, p.167-215.

ROSENSTEIN S. et WYATT J.G., « *Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth* », *Journal of Financial Economics*, Vol. 44 (N° 2), 1997, p. 229 à 250.

ROTH F., « Gouvernement des entreprises et stratégie du dirigeant : une étude clinique dans le secteur de l'assurance », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 3 (N° 4), 2000, p. 179-199.

ROUBY, E., « Le lien composition/rôles du conseil d'administration: une analyse en termes de capital social », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 11 (N° 2), 2008, p. 29 à 50.

SAHUT J.M. et OTHMANI GHARBI H., « Typologie des investisseurs institutionnels et performance des firmes dans le contexte français », *Gestion 2000*, Vol. 28 (N° 2), 2011, p. 59-75.

SAHUT J. et GHARBI H., « Typologie des investisseurs institutionnels et performance des firmes dans le contexte français », *Gestion 2000*, Vol. 28, 2011, p. 59 à 75.

SALLOUM C. et AZOURY N., « Détresse Financière et Gouvernance d'Entreprise Approche Empirique », *Revue Libanaise de Gestion et d'Économie*, Vol. 1, 2008, p. 122-164

SATTLER H., SCHRADER St. et LÜTHJE Ch., « *Informal cooperation in the US and Germany: Cooperative managerial capitalism vs. competitive managerial capitalism in interfirm information trading* », *International Business Review*, Vol. 12 (N° 3), 2003, p. 273 à 295.

SBAI H. et MEGHOUAR H., « L'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance des banques marocaines », *Question(s) de management*, Vol. 18 (N° 3), 2017, p. 173-187.

SCHATT A. et ROY T., « Modification de la structure de propriété et valorisation des entreprises introduites en bourse », *Banque & Marchés*, N° 55, 2001, p. 19-29.

SCHERER, P. S., « *Management business turnaround: diagnosing business ailments* », *Corporate Governance*, Vol. 3 (N° 4), 2003, p. 52 à 62.

SHABOU R., « Nature des détenteurs de blocks de contrôle, mécanismes de contrôle et performance financière des entreprises tunisiennes », *Gestion 2000*, N° 6, 2003, p. 125-144.

SHLEIFER A., et VISHNY R.W., « *Large Shareholders and Corporate Control* », *Journal of Political Economy*, Vol. 94 (N° 3 - Part I), 1986, p. 461 à 488.

SHLEIFER A. et VISHNY R.W., « *Management Entrenchment: the Case of Manager Specific Investments* », *Journal of Financial Economics*, Vol. 25 (N° 1), 1989, p. 123-139.

SHLEIFER A. et VISHNY R.W., « *A survey of corporate governance* », *Journal of Finance*, Vol. 52 (N° 2), 1997, p. 737-783.

SIALA F., « Interaction des mécanismes internes de gouvernement d'entreprise et effet sur la performance », *Revue française de gouvernance d'entreprises*, N° 2, 2007, p 59-82.

SOUID S., STEPNIEWSKI Y., « Rôle du conseil d'administration et gestion des résultats », *La Revue des Sciences de Gestion*, Vol. 243-244 (N° 3), 2010, p. 35-41.

STIGLITZ E., « *Discouraging Rivals: Managerial Rent Seeking and Economic Insufficiencies* », *NBER Working Paper Series*, N°. 4145, 1992.

St-ONGE S. et MAGNAN M., « La rémunération des dirigeants : mythes et recommandations », *Gestion*, Vol. 33 (N° 3), 2008, p. 25-40.

STOCKER G., « Cinq propositions pour une théorie de la gouvernance », *Revue internationale de sciences sociales (RISS)*, n° 155, 1998.

STUART S., « Président directeur général ou président et directeur général », *Revue française de gouvernance d'entreprises*, N° 1, 2007, p 27-34.

SUBRAHMANYAM A., « *Social networks and corporate governance* », *European Financial Management*, Vol. 14 (N° 4), 2008, p. 633 à 662.

TERCHOUNE M. et BOUCHIKHI S., « La Gouvernance des entreprises : Quel impact sur la performance des sociétés marocaines cotées ? », *Dossiers de Recherches en Economie et Gestion Dossier*, N° 5, 2016, p.77-109.

TERNAUX P., « Modes de gouvernance d'entreprise : la question de la finance », *Innovations*, Vol. 27 (N° 1), 2008, p. 101-119.

THEYS J., « La gouvernance, un concept utile ou futile ? », *Economie & Humanisme*, N° 360, 2002.

TREBUCQ S., « De l'idéologie et de la philosophie en gouvernance d'entreprise », *Revue française de gestion*, Vol. 158 (N° 5), 2005, p. 49-67.

TREPO G. et ROUSSEL P. (1999). « Performance des grands groupes et stratégies de rétribution des dirigeants », *Cahier de Recherche de HEC Paris*, N°665, 1999.

UZUNIDIS D., « De la méthode de recherche économique », *Marché et organisations*, Vol. 5 (N° 3), 2007, p. 101-106.

VALIN G., «La rémunération globale, instrument de gouvernance d'entreprise», *Revue Française de Gouvernance d'entreprise*, N° 3, 2008, p. 9-52

VATTEVILLE E., « La création de valeur : de l'exclusivité actionnariale à la diversité partenariale ? », *Management & Avenir*, Vol. 18 (N° 4), 2008, p. 88-103.

VIGLIANO M.H. et Barré G., « L'effet de la structure du réseau du dirigeant sur sa rémunération. Le cas français », *Revue française de gestion*, Vol. 202 (N° 3), 2010, p. 97-109.

VILLALONGA B. et AMIT R., « *How do family ownership, control and management affect firm value?* », *Journal of Financial Economics*, Vol. 80 (N° 2), 2006, p. 385 à 417.

WALSH J.P. et SEWARD J.K., « *On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms* », *The Academy of Management Review*, Vol. 15 (N° 3), 1990, p. 421 à 458.

WANDA R., « Conseil d'administration et performance des entreprises conjointes franco-camerounaises », *La Revue des Sciences de Gestion*, Vol. 245-246 (N° 5), 2010, p. 91-97.

WEI JIANG, HUALIN WAN, SHAN ZHAO, « *Reputation Concerns of Independent Directors: Evidence from Individual Director Voting* », *The Review of Financial Studies*, Vol. 29 (N° 3), 2016, p. 655 à 696.

WEISBACH, M., « *Outside directors and CEO turnover* », *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (N° 1-2), 1988, p. 431 à 460.

WELCH E.W., « *Reappraising Institutional Contributions to the Efficiency of Environmental Policy* », *Public Administration Review*, Vol. 63 (N° 3), 2003, p. 375 à 378.

WILLIAMSON O.E., « *The economics of governance: Framework and implications* », *Journal of Theoretical Economics*, Vol. 140, 1984, p. 195 à 223.

WILLIAMSON O.E., « *Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives* », *Administrative Science Quarterly*, Vol. 36 (N° 2), 1991, p. 269 à 296.

WIRTZ P., « Les firmes entrepreneuriales en croissance ont-elles un système de gouvernance spécifique ? », *Cahier du FARGO n° 108070*, 18 juillet 2008.

WIRTZ P., « Compétences, conflits et création de valeur: vers une approche intégrée de la gouvernance », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 9 (N° 2), 2006, p. 187-201.

WIRTZ P., « “Meilleures pratiques” de gouvernance et création de valeur : une appréciation critique des codes de bonne conduite », *Revue Comptabilité Contrôle Audit*, Vol. 11 (N° 1), 2005, p. 141-159.

WIRTZ P., « Meilleures pratiques de gouvernance, théorie de la firme et modèles de création de valeur : une appréciation critique des codes de bonne conduite », *cahier du FARGO n°1040401*, 2004.

WIRTZ P., « *The cognitive dimension of corporate governance in fast growing entrepreneurial firms* », *European Management Journal*, Vol. 29 (N° 6), 2011, p. 431-447

WRUCK K.H., « *Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings* », *Journal of Financial Economics*, Vol. 23 (N° 1), 1989, p. 3 à 28.

YAFEH Y. et YOSHA O., « *Large Shareholders and Banks: Who monitors and How?* », *The Econometrics Journal*, Vol.113 (N° 484), 2003, p. 128 à 146.

YERMACK D., « *Higher market valuation of companies with a small board of directors* », *Journal of Financial Economics*, Vol. 40 (N° 2), 1996, p. 185 à 211.

YOSHIMORI, M., « *Whose company is it? The concept of the corporation in Japan and the West* », *Long Range Planning*, Vol.28 (N° 4), 1995, p. 33 à 44.

ZAHERA S.A. et PEARCE J.A., « *Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model* », *Journal of Management*, Vol. 15 (N° 2), 1989, p. 291 à 334.

ZOUARI G. et ZOUARI-HADIJI R., « *The Indirect Impact of the Board of Directors' Composition on the Firm's Performance: An International Comparison* », *Asian Journal of Empirical Research*, Vol. 4 (N° 10), 2014, p. 468-487.

ZOUARI G. et ZOUARI-HADIJI R., « *Ownership Structure, Innovation and Firm Performance: Evidence From Tunisia* », *International Journal of Governance*, Vol. 3 (N° 2), 2013, p. 79-107.

ZOUARI-HADIJI R. et ZOUARI G., « *Investisseurs institutionnels et investissement en R&D : une étude comparative* », *Cahier du FARGO n° 1110101*, Université de Bourgogne, janvier 2011, 25 pages.

Thèses et mémoires :

ALLEMAND I.M., « *Contribution à la théorie de la gouvernance : le marché des dirigeants, mécanisme particulier de gouvernance des entreprises* », Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, UNIVERSITE DE BOURGOGNE, 2008.

AMAR-SABBAH A., « *Les déterminants de la rémunération des plus hauts dirigeants exécutifs des entreprises françaises cotées au SBF 120* », Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Aix-Marseille Université, 2012.

ASLANOFF A., « *La perception de la performance des fusions et acquisitions dans le secteur bancaire* », Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université Nice Sophia Antipolis, 2013.

BIKOURANE N., « *Performance boursière des fusions-acquisitions dans le secteur bancaire : Influence des caractéristiques des conseils des banques initiatrices et des modalités de la transaction* », Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, UNIVERSITÉ MONTESQUIEU – BORDEAUX IV, 2011.

DARDOUR A., « *L'influence de la gouvernance et de la performance sur la rémunération des dirigeants : le rôle des réseaux sociaux dans les entreprises françaises cotées* », Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université de Toulouse, 2009.

DIAW A., « Fusions et acquisitions et richesse des actionnaires : le cas des banques européennes », thèse en sciences de gestion, Université Paris 8 – Vincennes – Saint-Denis, 2012.

DU BOYS C., « Rôle des conflits d'agence, de la structure d'actionnariat et des mécanismes de gouvernance sur les politiques de distribution : Application aux décisions de dividende et de rachat d'actions des sociétés françaises cotées », thèse en sciences de gestion, Université Paul CEZANNE (Aix Marseille III), 2007

ELMANAA MADANI W., « L'efficacité du conseil d'administration des entreprises familiales : étude de ses déterminants dans le contexte tunisien », Thèse pour le doctorat en Sciences Comptables, UNIVERSITE DE LA MANOUBA, 2010.

ELOUAGA K., « La publication volontaire des flux de trésorerie par les dirigeants : incitations et conséquences sur la valeur de la firme », thèse en Sciences de Gestion, UNIVERSITE DE PARIS 8, VINCENNES- SAINT DENIS, 2007.

FOTSO R.S., « L'efficacité de la structure de contrôle des entreprises camerounaises », Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, UNIVERSITE DE FRANCHE-COMTE, 2011.

HOLLANDTS X., « Les effets de participation des salariés sur la performance de l'entreprise : Tests empiriques et proposition de modèle théorique », thèse en Sciences de Gestion, Université JEAN MOULIN LYON 3, 2007.

HUYNH Q.T., « L'influence de l'activisme des actionnaires minoritaires sur la gouvernance des entreprises françaises cotées », Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, UNIVERSITE MONTESQUIEU-BORDEAUX IV, 2009.

JOUDI M., « Contribution à la connaissance des rôles des administrateurs indépendants dans la gouvernance des entreprises cotées : une étude empirique », Thèse de doctorat, Université Montesquieu Bordeaux IV, 2010.

LEPAGE F., « Application de la gouvernance élargie dans les très petites entreprises : Analyse comparative des exploitations laitières France/Québec », Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, MONTPELLIER SUPAGRO, 2011.

KHALDI M.A., « Impact des mécanismes de gouvernance sur la création et la répartition de la valeur partenariale », Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, université de Grenoble, 2014.

KOUIDHI S., « rémunération des dirigeants sociaux et gouvernance d'entreprise : positionnement du modèle tunisien et proposition de mesures d'orientation pour l'expert-comptable », UNIVERSITE DE LA MANOUBA – ISCAE, Mémoire présenté en vue de l'obtention du Diplôme d'Expertise Comptable, 2011

LOUIZI A., « Les déterminants d'une "Bonne Gouvernance" et la performance des entreprises Françaises : Études empiriques », Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Jean Moulin Lyon 3 – Sfax, 2011.

MORIS K., « Les médias en tant que mécanisme de gouvernance d'entreprise », Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, UNIVERSITE DE BOURGOGNE, 2010.

SELLAMI B., « Gouvernement d'entreprise, investissement dans les activités de recherche et développement et performance », Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université de Toulouse, 2010.

TOE M., « Diversité et gouvernance des entreprises : Contribution à la question de la représentativité des femmes dans les instances de gouvernance et ses enjeux. », thèse en sciences de gestion, Université PARIS-EST, 2012.

Ouvrages :

ALBERT M., « Capitalisme contre capitalisme », Edition du Seuil, 1998, 315 p.

ALEXANDRE-BAILLY F. et al., « Comportements humains et management », Pearson Edition, 5^e édition, 2016, 409 p.

BARREAU H., « L'épistémologie », PUF, 8^{ème} Edition, 2013, 128 p.

BEAUD M., « L'art de la thèse : Comment préparer et rédiger un mémoire de master, une thèse de doctorat ou tout autre travail universitaire à l'ère du Net », La découverte, 2006, 202 p.

BEN-HAFAIEDH C. et BOUBAKER S., « De l'entrepreneuriat à la gouvernance : enjeux et perspectives », Edition Lavoisier, 2013, 201 p.

BERGERY L., « Le management par les valeurs », collection Management, Société et technologie, Ed. Hermès-Lavoisier, 2011, 328 p.

BESCOS P.L. et MENDOZA C., « Le management de la performance : Expériences et méthodologie de mise en œuvre pour une comptabilité de gestion moderne », Ed. Comptables Malesherbes, 1994, 287 p.

BOUBEL A. et PANSARD F., « Les investisseurs institutionnels », Paris, La Découverte, 2004, 128 p.

BOUTILLIER S. et al., « Méthodologie de la thèse et du mémoire », Studyrma, 2005, 239 p.

BRESSOUX P., « Modélisation statistique appliquée aux sciences sociales », Edition De Boeck, 2010, 464 p.

BROUSSEAU E., « L'économie des contrats », Edition PUF, 1993,

CABY J., HIRIGOYEN G., « La création de valeur dans l'entreprise », Economica, 2^{ème} édition, 2001, 197 p.

CABY.J et HIRIGOYEN.G, « La Gestion des Entreprises Familiales », Economica, 2002, 304 p.

CABY J., HIRIGOYEN G. et PRAT DIT HAURET C., « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise », Collection « Connaissance de la gestion », Paris, Economica, 4^{ème} édition, 2013, 224 p.

CAPPELLI L., HOARAU C. et al., « finance et contrôle au quotidien : 100 fiches », Dunod, paris, 2013, 683 p.

CHARREAUX G., « Le gouvernement des entreprises, *corporate governance* théories et faits, Edition Economica, Paris, 1997, 540 p.

CHARREAUX G. et WRITZ P., 2006, « Gouvernance des Entreprises : Nouvelles Perspectives », Edition Economica, 2006, 394 p.

DE BEAUFORT V., « Gouvernance d'entreprise en Europe », Economica, 2006, 692 p.

EBONDO WA MANDZILA E., « La gouvernance d'entreprise : Une approche par l'audit et le contrôle interne », Ed. l'Hamattan, 2006, 349 p.

EVARD Y., PRAS B. et ROUX E., « MARKET. Etudes et recherches en marketing, Fondements, Méthodes », Edition DUNOD, 4^{ème} Edition, 2009, 704 pages.

FINET A. et al., « gouvernance d'entreprise : Nouveau défis financiers et non financiers », Edition De boeck, 2009, 216 p.

FINET A., « Gouvernement d'entreprise : enjeux managériaux, comptables et financiers », De Boeck Supérieur, 2005, 272 p.

GAVARD-PERRET M.L., GOTTELAND D., HAON C. et JOLIBERT A., « Méthodologie de la recherche en sciences de gestion: Réussir son mémoire ou sa thèse », PARSON, 2012, 383 p.

GENAIVRE E., « Ethique et gouvernance d'entreprise en France : le rôle des administrateurs indépendants dans les gouvernements des firmes du CAC 40 », Edition Publibook, 2006, 367 p.

GUJARAT D.N., « Econométrie », Edition De boeck, 2004

HANSMANN H., « *The Ownership of Enterprise* », *The Belknap Press of Harvard University Press*. Cambridge, 1996, 384 p.

IZRAELEWICZ, E., « Le capitalisme zinzin », Edition Grasset, Paris, 1999, 288 pages.

JALLADEAU J., « Introduction à la macroéconomie. Modélisations de base et redéploiements théoriques contemporains ». De Boeck, 2^{ème} édition, 1998, 515 pages.

JOSIEN S. et LANDREUX-KARTOCHIAN S., « Management des entreprises », Editions Gualino, 3^{ème} édition, 2017, 263 p.

KOENING G., « De Nouvelles Théories pour Gérer l'Entreprise du XXI^e Siècle », Economica, 1999, 258 p.

LAMARQUE E., « Gouvernance et prise de décision : Les questions qui dérangent », Éditions d'Organisation, 2011, 144 p.

LANOUE R. et TAÏEB H., « Société d'État ? Pourquoi pas ? Concilier politique et performance : Les secrets de la réussite d'Hydro-Québec ». Édition Presses de l'Université du Québec, 218 p.

LIEVENS J., « La gouvernance dans les entreprises familiales : les clés du succès », Editions Racine, 2006, 112 p.

MAATI J., « Le gouvernement d'entreprise », De Boeck Université, 1999, 293 p.

MALHOTRA N., « Etudes marketing : Logiciel SPSS version étudiante pour Windows », PEARSON, 6^{ème} Edition, 2011.

MALHOTRA N., « Etudes marketing avec SPSS », PEARSON EDUCATION. 4^{ème} édition. 2004, 664 p.

MARTINET A.C. ET PESQUEUX Y., « Epistémologie des sciences de gestion », Vuibert, 2013, 288 p.

MINTZBERG H., « Pouvoir et gouvernement d'entreprise », Editions d'Organisation, 2004, 239 p.

NACIRI A., « Traité de gouvernance corporative : théories et pratiques à travers le monde », PUL, 2006, 624 p.

PARRAT F., « Le gouvernement d'entreprise », Dunod, 2003, 128 p.

PARRAT F., « Le gouvernement d'entreprise: ce qui a déjà changé, ce qui va encore évoluer », Edition MAXIMA, 1999, 346 p.

PEREZ R., « La gouvernance de l'entreprise », Edition la Découverte, 2009, 128 p.

PEREZ R., « La gouvernance de l'entreprise », Edition la découverte, 2003, 124 p.

PESQUEUX Y., « gouvernance et privatisation », Edition PUF, 2007, 264 p.

PEYRELEVADE J., « Le gouvernement d'entreprise ou les fondements incertains d'un nouveau pouvoir », Economica, 1999, 68 p.

PLAISANT M. et al., « Introduction à l'analyse des données de sondage avec SPSS », Edition PUQ, 2009, 120 p.

RAQUIN M. et MORLEY-PEGGE H., « Processus : Ce que font vraiment les dirigeants », Edition MAXIMA, Paris, 2017, 237 p.

RENARD J-P et GODEFROID M-C., « le manuel pratique de la SA », Edi pro, 3^{ème} Edition, 2016, 376 p.

RICHARD B. et MIELLET D., « La dynamique du gouvernement d'entreprise », Editions d'organisation, 2003, 205 p.

ROUSSEL P., DURRIEU F., COMPOY E. et EL AKREMI A., « Méthodes d'équations structurelles : recherches et application en gestion », Economica, 2002, 274 p.

TABACHNICK B.G. et FIDELL L.S., « *Using Multivariate Statistics* », Pearson, 5th Edition, 2006, 1008 pages.

THIETART R.A., « Méthodes de recherche en management », DUNOD, 3^{ème} édition, 2007, 586 p.

VALERIAN F., « Crise dans la gouvernance : Ethique des affaires et recherche du profit », Edition ESKA, 2011, 271 p.

WIRTZ P., « Politique de financement et gouvernement d'entreprise », Paris, Economica, 2002, 254 p.

Communications, séminaires et colloques :

AMIR L., « Les pratiques de gouvernance et a performance des entreprises françaises », XVI^{ème} Conférence Internationale de Management Stratégique, Montréal, 6-9 juin 2007.

ANDRE P., KHEMAKHEM H. et SAKKA O., « Interdépendance des mécanismes de gouvernance : Etude empirique dans le contexte canadien », 27^{ème} Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, "Comptabilité, Contrôle, Audit Et Institution(S), Tunisie, 2006.

BODOLICA V. ET SPRAGGON M., « Vers la construction d'une mesure composite d'indépendance des conseils d'administration », XVI^{ème} Conférence Internationale de Management Stratégique, Montréal, 6-9 Juin 2007.

BROUARD F. et DI VITO J., « Identification des mécanismes de gouvernance applicables aux pme », Communication présentée lors du CIFEPME2008, 9^{ème} Congrès international francophone en entrepreneuriat et PME Louvain-la-Neuve, Belgique, 28-31 octobre 2008.

BURRESS M. J. et COOK M. L. C., « *Director development and board-CEO relations : Do recommendations from corporate Governance apply to the agribusiness cooperative ?* », *Working paper*, 21st Annual IFAMA World Forum and Symposium, 20-23 June, 2011, 28 p.

CANET R., « Qu'est-ce que la gouvernance ? », Conférence prononcée dans le cadre du Séminaire Les nouveaux modes de gouvernance et la place de la société civile, organisé par le Service aux collectivités de l'UQAM, Montréal, Écomusée du fier monde, 16 mars 2004.

CHANSON G., « Analyse positive et normative de l'externalisation par la théorie des coûts de transaction et la théorie de l'agence », XII^{ème} Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique, Les Côtes de Carthage – 3, 4, 5 et 6 juin 2003

CHATELIN C. et TRÉBUCQ S., « Stabilité et évolution du cadre conceptuel en gouvernance d'entreprise : un essai de synthèse », Communication pour les 9^{ème} journées d'histoire de la comptabilité et du management, CREFIGE – UNIVERSITE PARIS-DAUPHINE, Jeudi 20 et Vendredi 21 mars 2003,

CHATELIN C. et DUBOST N., « L'identité de rôle comme source de compréhension des conflits en gouvernance », CIG - Congrès International de Gouvernance - Association académique Internationale de Gouvernance, May 2012, Lyon, France.

COURET A., « La gouvernance dans les sociétés anonymes : Un bouclier pour les dirigeants ? », Colloque du Centre de recherche sur le droit des affaires de la Chambre de commerce et d'industrie de Paris, 12 mai 2009.

FINET A., BUGHIN C. et COLOT O., « Analyse de la théorie de l'enracinement des dirigeants en fonction du caractère familial des entreprises non cotées : le cas de la Belgique », 2^{ème} journées Georges Doriot, 15 et 16 Mai 2008.

FINET A. et LABELLE R., « Analyse des effets boursiers suite aux changements de dirigeants : le cas des entreprises du NASDAQ et de l'OTC depuis mars 2000 », 24^{ème} congrès de L'AFC. Communication au Colloque de l'Association Francophone de Comptabilité Louvain-la-Neuve, mai 2003.

GHARBI H., « Dirigeants : entre enracinement et mécanismes de contrôle interne », 16^{ème} Conférence Internationale de Management Stratégique, Montréal, 6-9 Juin 2007.

GHARBI H., « Vers une nouvelle typologie de l'enracinement des dirigeants », 13^{ème} conférence de l'AIMS. Normandie. Vallée de Seine 2, 3 et 4 juin 2004.

GHAYA H. ET LAMBERT G., « Implication du conseil d'administration dans le processus stratégique et performance d'entreprise : le cas des entreprises du SBF 250 », 13^{ème} Conférence Internationale de Management Stratégique, Rennes, 26-28 mai 2014.

GUERMAZI A. et BOURI A., « L'effet modérateur des mécanismes de gouvernance sur la relation entre l'enracinement des dirigeants et l'endettement des entreprises », 15^{ème} Conférence Internationale de Management Stratégique, Hammamet, 30, 31 mai et 1^{er} juin 2016.

HERGLI M., BELLALAH M. et ABDENNADHER, N., « Gouvernance d'entreprise et valeurs de marché en Tunisie », *4th International Finance conference*, 15-17 Mars, Hammamat, Tunis, 2007.

HIRIGOYEN G., « Le pouvoir dans l'entreprise », Conférence-débat, Institut français des administrateurs, 2 février 2006.

HOLLANDTS X. et GUEDRI Z., « Effet modérateur de la présence d'administrateurs salariés sur la relation actionnariat salarié – performance : une analyse empirique », 16^{ème} Conférence Internationale de Management Stratégique, Montréal, 6-9 Juin 2007

JEANJEAN T. et STOLOWY H., « Analyse des déterminants de la compétence financière des conseils d'administration en France », Présentation à une réunion conjointe de l'Académie

des Sciences et Techniques Comptables et Financières de l'Institut Français des Administrateurs (IFA), 9 mars 2006

KAROUI L. et KHLIF W., « Formes d'activation des conseils d'administration dans les PME. Une étude exploratoire dans le contexte français », 16^{ème} Conférence Internationale de Management Stratégique, Montréal, 6-9 Juin 2007.

KOUDOU Z.O., « L'influence des mécanismes de gouvernance sur la performance des institutions de microfinance de la Côte d'Ivoire », 5^{èmes} Journées Internationales de la Microfinance sur le thème : « Mutations et Crises de la microfinance », Douala, 11, 12 et 13 Septembre 2013.

LAISE FERRAZ CORREIA, HUDSON FERNANDES AMARAL et PASCAL LOUVET, « Un indice de gouvernance pour les entreprises au Brésil », 5^{ème} colloque de l'IFBAE – Grenoble, 18 et 19 mai 2009.

LOUIZI G., « Impact du conseil d'administration sur la performance des banques tunisiennes », 15^{ème} Conférence Internationale de Management stratégique, Annecy/Genève, 13-16 juin 2006.

SOUID S., « Mécanismes de gouvernance et Performance des alliances stratégiques: Le cas du secteur français des biotechnologies », 22^{ème} Conférence Internationale de Management Stratégique,

VIGLIANO M-H., « Contrôle du Conseil d'administration et rémunération des dirigeants : réplication de la recherche de Boyd (1994) au contexte français », 16^{ème} Conférence Internationale de Management Stratégique, Montréal, 6-9 Juin 2007

VERY P. et SERIO D., « Les limites au pouvoir discrétionnaire du dirigeant français: apports comparés de la gestion et du droit », 6^{ème} conférence internationale de management stratégique – Perspectives en Management Stratégique, AIMS 2000, Montpellier 24, 25 et 26 Mai 2000.

ZEGHAL D.M., MARRAKCHI CHTOUROU S. et MAKNI FOURATI Y., « 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 », 27^{ème} Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, Tunis, mai 2006.

ZENOU E., « Quelle est la valeur de la pratique managériale du dirigeant ? : Contribution à la connaissance de la création de valeur du dirigeant », communication proposée au 16^{èmes} Journées Nationales des IAE, Paris, 10-11-12 sept. 2002

Codes et rapports :

AMMC, « Enquête sur les pratiques de gouvernance des sociétés cotées », 2009.

Banque mondiale, « Rapport sur l'observation des normes et codes (ROSC) : Évaluation par pays du gouvernement d'entreprise – MAROC », Juin 2010

CGEM, « étude sur l'état de la gouvernance au Maroc », 2005.

IMA et IFC, « Enquête sur les pratiques de gouvernance des sociétés cotés », 2013

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

KPMG ENTREPRISES, « L'entreprise familiale : une entreprise décidément pas comme les autres », 2007.

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

OCDE, « Principes de gouvernement d'entreprise », avril 2004.

Table des figures et graphiques

Figure 1 : L'efficacité des mécanismes de gouvernance.....	9
Figure 2: Schéma de la problématique générale de la thèse	10
Figure 3: Démarche Méthodologique.	13
Figure 4 : Architecture de la thèse :	15
Figure 5 : Structure du CA et performance de l'entreprise.	62
Figure 6 : L'enracinement et le cycle de vie du dirigeant.	74
Figure 7 : Liens structurels du modèle conceptuel.....	118
Figure 8 : Comparaison des démarches Inductive et déductive.	134
Figure 9 : Mode de raisonnement et connaissances scientifiques de la logique déductive....	135
Figure 10 : Le processus d'échantillonnage suivi lors de cette étude.	149
Figure 11: Stratégie d'analyse statistique.....	155
Figure 12 : La symétrie d'une distribution.....	158
Figure 13 : L'aplatissement d'une distribution.	158
Figure 14 : Représentation de l'effet modérateur.....	161
Figure 15 : Test de l'effet modérateur.....	163
Figure 16 : Synthèse des résultats de la recherche.	227
Graphique 1 : Répartition sectorielle de l'échantillon.	171
Graphique 2 : Répartition des compartiments par secteurs d'activités.	175
Graphique 3 : Histogramme de la série des résidus	191

Table des tableaux

Tableau 1: Synthèse comparative entre les théories de gouvernance de l'entreprise.	30
Tableau 2 : Synthèse comparative entre les approches conceptuelles de la gouvernance de l'entreprise.....	36
Tableau 3 : Synthèse des différentes classifications des mécanismes de gouvernance d'entreprise.....	45
Tableau 4 : Comparatif des différents systèmes nationaux de gouvernance d'entreprise.....	53
Tableau 5 : Les différentes phases de la stratégie d'enracinement du dirigeant.	79
Tableau 6 : Synthèse des hypothèses de la recherche.	129
Tableau 7 : « Positions épistémologiques des paradigmes positiviste, interprétativiste et constructiviste ».....	133
Tableau 8 : Les mesures de la performance de l'entreprise dans les travaux antérieurs.....	137
Tableau 9 : Les indicateurs de la concentration du capital dans les travaux antérieurs.....	140
Tableau 10 : Les indicateurs de la propriété institutionnelle dans les travaux antérieurs.....	141
Tableau 11 : Récapitulatif de l'opérationnalisation des variables.....	148
Tableau 12 : Les étapes de sélection de l'échantillon final.....	152
Tableau 13 : Sources d'information des données de notre recherche.	154
Tableau 14 : Les démarches d'analyse bivariable.....	159
Tableau 15 : Tests de vérification de l'effet modérateur.....	161
Tableau 16 : Tests de vérification des conditions préalables à l'analyse de régression.....	167
Tableau 17 : Régions d'implantation des entreprises de l'échantillon.....	172
Tableau 18 : Age des entreprises de l'échantillon.....	172
Tableau 19 : Critères de classification selon la commission mixte composée de Bank Al-Maghrib et du GPBM.....	173
Tableau 20 : Taille des entreprises.....	173
Tableau 21 : Conditions d'éligibilité aux trois compartiments de la BVC	174
Tableau 22 : Analyse descriptive des caractéristiques de la structure de propriété.	176
Tableau 23 : Analyse de la distribution de la variable dépendante après transformation.....	176
Tableau 24 : Analyse descriptive des caractéristiques de la structure de propriété.	177
Tableau 25 : Analyse descriptive des caractéristiques du conseil d'administration.	179
Tableau 26 : Statistiques descriptives du CA par secteurs d'activité.....	180

Tableau 27 : Cumul des fonctions au sein du CA	181
Tableau 28 : Statistiques descriptives des caractéristiques des dirigeants	182
Tableau 29 : Représentation des dirigeants par tranches d'âge.	182
Tableau 30 : Représentation des dirigeants par tranches d'ancienneté en poste.....	182
Tableau 31 : Représentativité des dirigeants selon le genre et la nationalité.	183
Tableau 32: Statistiques descriptives des variables de contrôle.....	184
Tableau 33 : Statistiques descriptives de la variable « secteur d'activité ».....	184
Tableau 34 : Matrice des corrélations (Pearson) entre les variables explicatives.....	188
Tableau 35 : Test VIF pour les variables explicatives.	190
Tableau 36 : Résultat des tests de normalité des résidus.....	192
Tableau 37 : Test d'homoscédasticité des résidus du modèle.....	192
Tableau 38 : Résultats de la régression linéaire multiple.....	193
Tableau 39 : Analyse de Variance ANOVA du modèle.	194
Tableau 40 : Récapitulatif de la validation des hypothèses testant l'impact des MGE sur la performance de l'entreprise.....	204
Tableau 41 : Récapitulatif des coefficients de régression	208
Tableau 42 : Analyse de Variance ANOVA des modèles.....	209
Tableau 43 : Récapitulatif de la validation des hypothèses testant l'effet modérateur de l'enracinement sur la relation entre les MGE et la performance de l'entreprise.....	222

Table des matières :

Remerciements :	2
Résumé :	3
Sommaire :	5
Liste des abréviations, sigles, symboles et acronymes	6
Introduction générale :	7
1. Contexte de la recherche :	7
2. Problématique de la recherche :	9
3. Intérêts de la recherche :	10
4. Le positionnement scientifique et épistémologique de la recherche :	12
5. Architecture générale de la thèse :	13
Partie première : Cadre conceptuel explicatif de l'impact de l'enracinement des dirigeants sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise	16
Introduction de la première partie:	115
Chapitre 1 : Identification du cadre d'analyse de l'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise.	17
Introduction du chapitre 1:	17
Section 1 : Rappel du cadre conceptuel de la gouvernance d'entreprise.	18
I. Essence et développement conceptuel et théorique de la gouvernance d'entreprise.	18
1. Origines et définitions de la gouvernance d'entreprise.	19
1.1. Les origines théoriques et étymologiques du concept :	19
1.1.1. Les origines théoriques de la gouvernance d'entreprise.	19
1.1.2. Les origines étymologiques du terme.	20
1.2. Les définitions de la gouvernance.	21
2. Les théories explicatives de la gouvernance de l'entreprise.	24
2.1. La théorie des droits de propriété.	24
2.2. La théorie de l'agence.	26
2.3. La théorie des coûts de transaction.	27
2.4. La théorie de l'intendance.	29

II.	Approches conceptuelles de la gouvernance d'entreprise.....	30
1.	L'approche disciplinaire de la gouvernance.....	31
1.1.	L'approche actionnariale de la gouvernance.....	31
1.2.	L'approche partenariale de la gouvernance.....	33
2.	L'approche cognitive de la gouvernance.....	34
Section 2 : Mécanismes et pratiques de la gouvernance d'entreprise.....		37
I.	Les mécanismes de la gouvernance d'entreprise.....	37
1.	Typologie des mécanismes fondée sur l'internalité ou l'externalité:.....	38
1.1.	Les mécanismes de gouvernance externes.....	38
1.2.	Les mécanismes de gouvernance internes.....	41
2.	Typologie des mécanismes fondée sur la spécificité et l'intentionnalité.....	43
2.1.	La spécificité du mécanisme.....	44
2.2.	L'intentionnalité du mécanisme.....	44
II.	Les principaux modèles nationaux de gouvernance :.....	45
1.	Les modèles de gouvernance traditionnels:.....	46
1.1.	Les modèles anglo-saxons tournés vers les marchés financiers.....	46
1.2.	La logique de coopération du modèle de gouvernance Germano-Nippon.....	47
2.	Les modèles de gouvernance « hybrides » :.....	48
2.1.	Le système de gouvernance français.....	49
2.2.	La gouvernance d'entreprise au Maroc.....	50
Section 3 : Présentation du cadre d'analyse de l'efficacité des mécanismes de la gouvernance d'entreprise.....		54
I.	L'impact de la structure de propriété sur la performance.....	54
1.	L'impact de la concentration de la propriété sur la performance.....	55
1.1.	L'opportunisme des dirigeants dans les sociétés à actionnariat dispersé.....	56
1.2.	L'actionnariat concentré et la performance de l'entreprise : une relation ambiguë.....	57
2.	L'impact de la nature de l'actionnariat sur la performance de l'entreprise.....	58
2.1.	L'impact de l'actionnariat institutionnel sur la performance de l'entreprise.....	59
2.2.	L'impact de l'actionnariat managérial sur la performance de l'entreprise.....	60
II.	Impact du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise.....	61
1.	La taille du conseil d'administration et la performance de l'entreprise.....	62
1.1.	La taille du conseil d'administration dans le cadre de la théorie de la dépendance aux ressources.....	63

1.2.	La taille du CA et les décisions de groupes.....	64
2.	La controverse sur la nécessité de l'indépendance du conseil d'administration.	64
2.1.	L'indépendance des administrateurs : une condition primordiale de la performance.	65
2.2.	L'indépendance des administrateurs pas nécessaire pour l'atteinte de la performance. ...	66
Conclusion du chapitre 1 :		68
Chapitre 2 : Enjeux de l'intégration de la théorie de l'enracinement dans l'analyse de l'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise.....		
Introduction du chapitre 2:.....		69
Section 1 : Enracinement des dirigeants : Présentation, stratégies et conséquences sur la performance de l'entreprise.....		
I.	Présentation de la notion d'enracinement.....	70
1.	Définition et origines théoriques de l'enracinement.....	71
2.	Les facteurs explicatifs de l'enracinement.	72
2.1.	Défaillance des mécanismes de contrôle.	72
2.2.	Les comportements des dirigeants en fin de carrières.....	73
2.3.	L'Enracinement en réaction aux tentatives de prise de contrôle.	73
3.	Les étapes d'enracinement et le cycle de vie du dirigeant :	74
3.1.	La phase de valorisation des dirigeants.	75
3.2.	La phase de réduction des moyens de contrôle.	75
3.3.	La phase d'augmentation de la consommation.....	76
4.	Les leviers d'enracinement du dirigeant :	76
4.1.	Les investissements spécifiques ou « idiosyncratiques ».	76
4.2.	La manipulation de l'information :.....	77
4.3.	Les réseaux relationnels :	78
II.	Impact de l'enracinement sur la performance de l'entreprise.	79
1.	Représentation du comportement du dirigeant dans les théories de gouvernance d'entreprise.	80
1.1.	Le comportement passif des dirigeants.	80
1.2.	Comportement actif des dirigeants et stratégie interne d'enracinement.	81
2.	L'enracinement, contraire à la performance de l'entreprise.....	82
3.	L'enracinement compatible avec l'efficacité.	83
Section 2 : Impact de l'enracinement sur l'efficacité de la structure de propriété.....		85

I.	Impact de l'enracinement sur l'efficacité de la concentration de la propriété.....	85
1.	Les déterminants de l'implication de l'actionnaire principal dans le contrôle du dirigeant.....	86
1.1.	La question de répartition de la rente organisationnelle.....	87
1.2.	La nature de l'actionnaire principal.....	88
2.	Comportement du dirigeant en présence d'une structure concentrée.....	88
2.1.	Le dirigeant enraciné, levier de l'opportunisme de l'actionnaire majoritaire.....	89
2.2.	Le dirigeant familial, soutien de l'opportunisme familial.....	89
2.3.	L'opportunisme du dirigeant propriétaire majoritaire.....	90
II.	Impact de l'enracinement sur la contribution de l'actionnariat institutionnel dans le système de gouvernance d'entreprise.....	90
1.	Les facteurs explicatifs de l'implication des II dans le contrôle des dirigeants.....	91
1.1.	La nature de l'investisseur et son horizon d'investissement.....	92
1.2.	Relation entre la part du capital détenue et le degré d'activisme.....	92
1.3.	Le comportement des II conditionné par le cadre réglementaire.....	93
1.3.1.	La fragmentation des participations institutionnelles.....	93
1.3.2.	Contraintes indirectes du droit des sociétés et des valeurs mobilières.....	94
2.	Les leviers d'influence des II par les dirigeants.....	94
2.1.	La domination des mécanismes de contrôle.....	95
2.2.	Les relations d'affaires.....	95
2.3.	La manipulation informationnelle.....	96
III.	Impact de l'enracinement sur l'efficacité de la propriété managériale.....	97
1.	L'enracinement synonyme d'accroissement de la propriété managériale.....	97
2.	L'enracinement et le comportement du dirigeant actionnaire.....	98
2.1.	L'enracinement améliore, par l'accroissement de la propriété managériale, la convergence des intérêts.....	98
2.2.	L'actionnariat managérial levier d'opportunisme du dirigeant.....	98
Section 3 : Impact de l'enracinement sur l'efficacité du conseil d'administration.....		100
I.	Impact de l'enracinement sur l'efficacité de la taille du conseil.....	100
1.	Les déterminants de la taille du conseil d'administration.....	100
1.1.	La structure de propriété.....	101
1.2.	L'incertitude environnementale.....	102
1.3.	Le mode de nomination des administrateurs.....	103
2.	La préférence du dirigeant pour le conseil d'administration de grande taille.....	104
II.	Impact du dirigeant enraciné sur l'indépendance du conseil d'administration.....	105

1. Les déterminants de l'implication des administrateurs indépendants dans le contrôle de la gestion des dirigeants.	106
1.1. La rémunération des administrateurs externes.	106
1.2. La réputation sur le marché des administrateurs.	108
2. Les leviers d'influence des administrateurs indépendants par le dirigeant enraciné.	109
2.1. L'implication du dirigeant dans la nomination des administrateurs.	109
2.2. La dépendance informationnelle envers les dirigeants.	110
2.3. Le cumul des mandats et les participations croisées.	111
2.4. L'appartenance des dirigeants et administrateurs aux grands corps "élitistes"	111
Conclusion du chapitre 2 :	113
Conclusion de la première partie :	114
 Deuxième Partie : Méthodologie et résultats de la recherche.	115
Introduction de la deuxième partie:	115
 Chapitre 1 : Méthodologie de recherche.	116
Introduction de chapitre 1:	116
 Section 1 : Design de la recherche.	117
I. Cadre conceptuel et hypothèses de la recherche.	117
1. Hypothèses relatives à la relation entre les MGE et la performance de l'entreprise.	118
2. Hypothèses relatives à l'effet modérateur de l'enracinement du dirigeant sur la relation entre les MGE à la performance de l'entreprise.	123
II. Design de la recherche et positionnement épistémologique.	130
1. Le positionnement épistémologique de la recherche.	130
2. La méthodologie de recherche : Une Posture méthodologique déductive	134
 Section 2 : Opérationnalisation des variables et collecte des données.	136
I. Définition et opérationnalisation des variables.	136
1. Mesure de la variable dépendante : La mesure de la performance.	136
2. Mesure des variables indépendantes : les mécanismes de gouvernance de l'entreprise.	139
3. Mesure des variables modératrices : La variable enracinement :	144
4. Les variables de contrôle.	145
II. Présentation de l'échantillon et des données de l'étude.	148
1. Méthode d'échantillonnage et sources des données.	148

1.1.	Population et cadre d'échantillonnage.....	150
1.2.	La méthode d'échantillonnage.	151
1.3.	Taille de l'échantillon final.	151
1.4.	Sources et instruments de collecte des données.	153
Section 3 : Les tests statistiques et modèles de recherche.		155
I.	Analyses descriptives.....	156
1.	Analyses descriptives univariées.....	156
1.1.	Analyse de la tendance centrale :.....	156
2.	Analyses descriptives bivariées.....	159
II.	Analyses multivariées.....	159
1.	Analyse de l'effet modérateur.	160
1.1.	Définition de la variable modératrice.	160
1.2.	Démarches d'évaluation.	161
1.2.1.	Analyse de variance à deux facteurs.....	162
2.	Choix et présentation de la méthode retenue: Régression linéaire multiple.....	164
Conclusion du chapitre 1 :		168
Chapitre 2 : Traitement et mise en perspective des résultats empiriques.		169
Introduction du chapitre 2:.....		169
Section 1 : Analyse descriptive des données.....		170
I.	Caractéristiques de l'échantillon final.....	170
1.	La distribution sectorielle de l'échantillon.	171
2.	La distribution géographique :.....	172
3.	Age de l'entreprise :	172
4.	Taille de l'entreprise.....	173
5.	Compartiments de la bourse :	173
II.	Analyse descriptive des variables.....	175
1.	Variable dépendante : la variable « performance de l'entreprise ».	176
2.	Analyse descriptive des variables explicatives.....	177
2.1.	Variables relatives à la structure de propriété.	177
3.	Variables modératrices : les caractéristiques des dirigeants.....	181
4.	Variables de contrôle.....	183

Section 2 : Vérification de l'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance de l'entreprise.....	186
I. Présentation du modèle de régression et des conditions de sa validité.....	186
1. Vérification des hypothèses sous-jacentes du modèle de régression linéaire multiple.	187
1.1. Vérification de l'absence de multi-colinéarité entre les variables explicatives.....	187
1.2. Vérification des conditions relatives aux résidus du modèle.....	190
1.2.1. Test de normalité des résidus :	191
1.2.2. Homoscédasticité des résidus :	192
2. Présentation et analyse des résultats de la régression.....	193
2.1. Evaluation de la qualité globale du modèle.....	193
2.2. Evaluation des paramètres du modèle.	194
II. Discussion des résultats vis-à-vis de la littérature.....	195
1. Impact de la structure de propriété sur la performance de l'entreprise.	195
1.1. Vérification de l'impact de la concentration de la propriété sur la performance.	196
1.2. L'impact de la propriété institutionnelle sur la performance.....	197
1.3. Impact de la propriété managériale sur la performance de l'entreprise.....	199
2. Impact du conseil d'administration sur la performance l'entreprise.	200
2.1. Vérification de l'impact de la taille du CA sur la performance de l'entreprise.....	201
2.2. Vérification de l'impact de l'indépendance du conseil d'administration.	202
Section 3 : Vérification de l'impact de l'enracinement des dirigeants sur l'efficacité des mécanismes de gouvernance.	205
I. Présentation des modèles de régression et des conditions de leur validité.	205
1. Présentation des modèles de régression à tester.	205
1.1. Les modèles empiriques :	206
1.2. Résultats des modèles de régression :	208
1.2.1. Evaluation de la qualité globale des modèles.	208
1.2.2. Evaluation individuelle des variables.....	209
2. Vérification des conditions de la modération.....	210
II. Discussion des résultats de la recherche.	211
1. Impact de l'enracinement sur la relation entre la structure de propriété et la performance de l'entreprise.....	211
1.1. Vérification de l'effet modérateur de l'enracinement des dirigeants sur la relation « concentration de la propriété – performance de l'entreprise».	212
1.2. Vérification de l'effet modérateur de l'enracinement des dirigeants sur la relation « propriété institutionnelle – performance de l'entreprise».....	214

1.3. Vérification de l'effet modérateur de l'enracinement des dirigeants sur la relation « propriété managériale – performance de l'entreprise».	216
2. Impact de l'enracinement des dirigeants sur l'efficacité du conseil d'administration.	217
2.1. Vérification de l'effet modérateur de l'enracinement des dirigeants sur la relation « taille du CA - la performance de l'entreprise ».	218
2.2. Vérification de l'effet modérateur de l'enracinement des dirigeants sur la relation « indépendance du CA – performance de l'entreprise ».	219
Conclusion du chapitre 2 :	223
Conclusion de la deuxième partie :	224
Conclusion générale :	225
Annexes :	229
Bibliographie :	231
Table des figures et graphiques	262
Table des tableaux	263
Table des matières :	265