

L'effet de la structure de l'actionnariat sur la performance financière des entreprises: Cas des entreprises marocaines cotées

The effect of shareholding structure on corporate financial performance: Case of listed Moroccan companies

LOULID Adil

Professeur d'enseignement supérieur

Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales - Mohammedia

Université Hassan II – Casablanca - Maroc

Laboratoire de Recherche en Performances Economiques et Logistique

Loulid.enseignement@gmail.com

EL KHOU Taoufik

Doctorant

Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales - Mohammedia

Université Hassan II – Casablanca - Maroc

Laboratoire de Recherche en Performances Economiques et Logistique

Elkhou.ens@gmail.com

Date de soumission : 15/06/2020

Date d'acceptation : 23/07/2020

Pour citer cet article :

LOULID A. & EL KHOU T. (2020) « L'effet de la structure de l'actionnariat sur la performance financière des entreprises: Cas des entreprises marocaines cotées », Revue Internationale des Sciences de Gestion « Volume 3 : Numéro 3 » pp : 161- 181

Résumé

Selon la théorie de l'agence, deux composantes de la structure de propriété, à savoir la concentration du capital et la nature des actionnaires, peuvent influencer la performance financière de l'entreprise. En effet, les actionnaires constituent une population hétérogène. Les objectifs et l'horizon de placement d'un investisseur peuvent ainsi varier selon qu'il s'agit d'un actionnaire dirigeant, salarié, financier, ou institutionnel. Le présent travail porte sur l'influence de la structure de l'actionnariat sur la performance financière de l'entreprise. Notre étude est conduite sur un échantillon de 45 entreprises marocaines cotées en bourse et vise à étudier la nature et l'intensité de la relation existante entre la concentration de l'actionnariat et la nature des actionnaires, d'une part, et la performance financière, d'autre part, en procédant par la démarche hypothético-déductive et la méthode des moindres carrés. Les résultats indiquent que la performance financière des entreprises marocaines cotées n'est influencée ni par la concentration du capital, ni par la nature des actionnaires.

Mots clés : Structure de l'actionnariat ; Concentration du capital ; Performance financière ; Actionnariat salarié et managérial ; Actionnariat financier et institutionnel.

Abstract

According to agency theory, two components of the ownership structure, namely the concentration of capital and the nature of the shareholders, can influence the financial performance of the business. In fact, the shareholders constitute a heterogeneous population. An investor's investment objectives and horizon may thus vary depending on whether it is a managing, salaried, financial, or institutional shareholder. This work focuses on the influence of the shareholding structure on the financial performance of the company. Our study is conducted on a sample of 45 Moroccan companies listed on the stock market and aims to study the nature and intensity of the existing relationship between the concentration of shareholders and the nature of shareholders, on the one hand, and financial performance, on the other hand, by proceeding by the hypothetico-deductive approach and the method of least squares. The results indicate that the financial performance of listed Moroccan companies is influenced neither by the concentration of capital nor by the nature of the shareholders.

Keywords: Shareholding structure; Concentration of capital; Financial performance; Employee and managerial shareholding; Financial and institutional shareholders.

Introduction

La théorie économique des organisations, et en particulier la théorie d'agence, ont montré l'existence de conflits entre les dirigeants et les actionnaires, ainsi qu'entre les différentes catégories d'actionnaires (Mard, et al., 2014). Ces conflits s'expliquent principalement par l'asymétrie d'information entre ces acteurs et leur opportunisme. Dans ce cadre, deux principaux conflits ont été identifiés. Le premier concerne la relation d'agence dans laquelle l'actionnaire (principal) délègue le soin de diriger l'entreprise à un dirigeant (Agent). Toutefois, ce dernier peut ne pas agir conformément aux intérêts des actionnaires, mais au contraire il peut privilégier de servir ses propres intérêts sous forme de richesse ou de pouvoir supplémentaire. Le second conflit d'agence est relatif à la divergence d'intérêts entre les actionnaires majoritaires et ceux minoritaires, ce genre de conflit peut apparaître surtout lorsque les actionnaires majoritaires exercent des fonctions de direction ou lors de l'émission des titres à l'occasion d'appels public à l'épargne.

La divergence d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires a fait l'objet d'une littérature relativement ancienne et abondante (Smith, 1776 ; Berle & Means, 1932 ; Jensen & Meckling, 1976). Plusieurs sujets susceptibles d'interférer dans la relation entre les dirigeants et les actionnaires et d'influencer la performance financière de l'entreprise ont été mis en avant par la théorie de l'agence, notamment la structure de l'actionnariat, que nous nous proposons d'analyser plus en détail dans cet article. La structure de l'actionnariat ne constitue qu'un volet restreint du système de gouvernement d'entreprise. Nous proposons de l'étudier d'une manière séparée afin de déterminer son effet sur la performance financière de l'entreprise indépendamment des autres systèmes et mécanismes de contrôle qui peuvent être abordés par les différentes parties prenantes de l'entreprise (Mtianos & Paquerot, 1999).

L'objectif de notre travail est d'approfondir, dans le contexte marocain, l'analyse du lien entre la performance financière de l'entreprise et la structure de l'actionnariat, sous l'angle de la concentration de l'actionnariat et la nature des principaux actionnaires des entreprises marocaines cotées en bourse. Dans cette perspective, on s'interroge:

Quels sont les effets de la concentration de l'actionnariat et de la nature des actionnaires sur la performance financière des entreprises marocaines cotées en bourse ?

Pour répondre à cette question nous divisons notre article en deux parties. La revue de littérature fera l'objet de la première partie dans laquelle nous présentons dans une première section les soubassements théoriques traitant le lien entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière de l'entreprise, puis dans la deuxième section nous examinons la

relation entre la nature des actionnaires et la performance financière de l'entreprise. Alors que la deuxième partie de cet article sera consacrée à l'étude empirique permettant de modéliser l'effet de ces deux facteurs d'impact sur la performance financière des entreprises marocaines cotées à la bourse des valeurs de Casablanca.

1. Revue de littérature

La création de valeur constitue le principal objectif poursuivi par l'entreprise. Une entreprise qui crée de la valeur est une entreprise performante financièrement et qui peut utiliser une partie de cette richesse créée pour rémunérer ses actionnaires. Toutefois, la performance financière dépend de la qualité du contrôle exercé par les actionnaires sur les dirigeants pour les contraindre à agir dans leur intérêt. Dans ce cadre, deux composantes de la structure de l'actionnariat peuvent être étudiées en vue de d'analyser leur effet sur la performance financière de l'entreprise, il s'agit de la concentration de l'actionnariat et la nature des actionnaires.

1.1. Le lien entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière de l'entreprise

Selon la théorie de l'agence les actionnaires ont intérêt à contrôler les dirigeants, en vue de limiter leurs agissements défavorables et les contraindre à agir dans leurs intérêts. Les efforts de contrôle des actionnaires progressent toutefois avec la part du capital détenue par ces derniers. En effet, tout actionnaire non dirigeant qui s'apprête au contrôle du dirigeant supportera la totalité du coût de contrôle, mais ne bénéficie des résultats de ce contrôle qu'à la hauteur de sa participation au montant du capital (Mushagalusa & Mmenge, 2020 ; Lagmango, 2020). Par contre, un actionnaire qui n'investit pas dans le contrôle ne supporte aucun coût correspondant et bénéficie des résultats du contrôle effectué par les autres actionnaires (il agit comme passager clandestin). De ce fait, plus l'actionnariat est dispersé, et moins les actionnaires sont enclins à investir dans le contrôle et plus les coûts d'agence seront potentiellement élevés, ce qui risquera d'affaiblir la performance financière de l'entreprise (Ginglinger, 2002). Toutefois, trop de contrôle peut donner, dans certains cas, des résultats inverses à ceux attendus. Charreaux (1997) souligne qu'un contrôle trop étroit des dirigeants peut brider leurs choix stratégiques et faire baisser la valeur des actions de l'entreprise. De ce fait, une plus grande latitude managériale peut être requise pour renforcer leurs pouvoirs et les motiver en élargissant le champ de leurs actions possibles.

Si la valeur de l'entreprise dépend de ses actifs intangibles ou humains, le contrôle traditionnel exercé par les actionnaires sur les dirigeants peut s'avérer parfois difficile. Rajan et Zingales (2000) ont donné, dans ce cadre, l'exemple d'une agence de publicité au Royaume-Uni qui s'appelle « Saatchi et Saatchi ». en 1994, le dirigeant de cette agence, Maurice Saatchi, souhaite qu'un plan d'options généreux lui soit octroyé. Les fonds de pension américains qui détenaient plus de 30% du capital de l'agence refusent sa requête en se basant sur les performances désastreuses de l'agence pendant les dernières années. Suite à ce refus le dirigeant décide alors de partir suivi d'une équipe des responsables clés de l'agence pour créer une agence rivale « M & C Saatchi » qui capture une partie importante du portefeuille client de l'agence initiale. Les actionnaires, en exerçant leurs droits de contrôle sur le dirigeant ont ainsi généré la chute de leur agence. Chose qui met en lumière la difficulté du contrôle qui peut être exercé par les actionnaires sur le dirigeant d'une entreprise dont la valeur repose sur le capital humain.

La concentration de l'actionnariat est un élément favorable à l'exercice d'un contrôle efficace du dirigeant par les actionnaires. Dans une entreprise dont l'actionnariat est très dispersée, un actionnaire seul n'est pas incité à investir dans le contrôle de la gestion de l'entreprise dont il est actionnaire, car il supportera seul le coût de contrôle alors que l'ensemble des actionnaires et partenaires bénéficieront des résultats de cette action. Au contraire, un actionnaire détenant une part significative du capital d'une entreprise est apparemment fortement incité à exercer un contrôle de la gestion de cette entreprise du fait qu'il s'appropriera une part considérable des bénéfices supplémentaires ainsi dégagés. Notons en plus qu'un actionnaire majoritaire peut exercer un contrôle plus efficace que celui des actionnaires minoritaires, car il jouit d'un nombre suffisant des droits de vote lui permettant d'influencer les dirigeants ou au moins pour convaincre d'autres actionnaires de le soutenir en cas de litige et d'opposition avec la direction de l'entreprise. Ce contrôle apparaît beaucoup plus coûteux et insurmontable pour les actionnaires individuels détenant une faible part du capital (Mtanios & Paquerot, 1999).

Hypothèse 1 :

La concentration de l'actionnariat serait positivement corrélée avec la performance financière des entreprises marocaines cotées.

1.2. Le lien entre la nature des actionnaires et la performance financière de l'entreprise

1.2.1 L'actionnariat du dirigeant

La plupart des études concluent à une performance supérieure des entreprises dirigées par leurs propriétaires. Stulz (1988) souligne, dans ce cadre, que la performance financière de l'entreprise commence à augmenter simultanément avec l'augmentation de la part du capital détenue par le dirigeant de l'entreprise jusqu'à un certain niveau jugé optimal, puis elle diminue avec l'augmentation de cette part.

Morck, schleifer et vishny confirment, de leur part, la thèse de Stulz et considèrent que l'actionnariat des dirigeants peut avoir tout à la fois des effets positifs et négatifs. Quand les dirigeants détiennent une faible part du capital, une augmentation de cette part permet un alignement de leurs intérêts avec ceux des actionnaires externes. Au-delà d'un certain niveau toutefois, les dirigeants sont enclins à servir exclusivement leurs propres intérêts sans considération de ceux des actionnaires externes. En effet, les auteurs mettent en évidence une relation non linéaire entre la performance financière de l'entreprise et l'actionnariat des dirigeants, telle que cette performance augmente avec l'augmentation de la part du dirigeant dans le capital de l'entreprise jusqu'à un certain seuil au-delà duquel elle commence à décroître. (Morck, et al., 1998).

Hypothèse 2 :

La performance financière des entreprises marocaines cotées augmenterait avec l'augmentation de la part du capital détenue par les dirigeants.

1.2.2 L'actionnariat des investisseurs financiers et institutionnels

❖ L'actionnariat des investisseurs financiers

Selon Mtanios et Paquerot (1999) la théorie de l'agence suppose que les actionnaires financiers bénéficient d'un accès facile à l'information et exercent de ce fait un contrôle plus strict et plus efficace de la gestion de l'entreprise. La position dont disposent ces derniers leur permet d'accéder facilement à l'information sur l'entreprise, son secteur d'activité et ses concurrents. Ils peuvent par conséquent apprécier les performances des dirigeants mieux que les autres actionnaires en comparant ces performances à celles des autres entreprises du secteur desquelles ils possèdent suffisamment d'informations. Ces actionnaires ont des capacités plus importantes de traitement de l'information économique, comptable et

financière. Ils ont des spécialistes capables d'analyser très finement les comptes sociaux de l'entreprise, sa qualité de gestion et ses perspectives de développement. Leur coût de traitement et d'analyse de l'information financière est moins élevé que celui auquel devrait faire face un actionnaire individuel pour procéder à une analyse économique de l'entreprise par des analystes financiers extérieurs spécialisés. En plus de la qualité du contrôle qui peut être réalisé par ces investisseurs, ils peuvent fournir à l'entreprise une partie des capitaux dont elle a besoin en lui accordant des crédits bancaires. Plus leur part dans le financement de l'entreprise est importante (capitaux propres et endettement compris), plus ils sont stimulés à contrôler les dirigeants afin de préserver leurs intérêts et plus leur influence sur la gestion de l'entreprise est forte car ces investisseurs financiers disposent d'un moyen de pression important pour contraindre les dirigeants à maximiser la performance financière de l'entreprise et par conséquent sa valeur sur le marché (Mtianos & Paquerot, 1999).

❖ L'actionnariat des investisseurs financiers

Les actionnaires institutionnels constituent des partenaires influents pour l'entreprise du fait que l'importance de leurs moyens financiers leur permet de devenir des investisseurs actifs dans le contrôle dans la gestion de l'entreprise. Ils peuvent ainsi choisir d'influencer les dirigeants pour les contraindre à accroître la performance de l'entreprise pour montrer leur mécontentement et ne pas vendre leurs actions à perte.

Les investisseurs institutionnels, et surtout les fonds de pension publics ou privés, doivent réaliser des placements pour le compte d'actionnaires ou de sociétaires exigeants et sont supposés effectuer un contrôle plus strict de la gestion de l'entreprise dont ils sont actionnaires en occupant des places au conseil d'administration et en investissant dans la recherche et l'analyse de l'information pour sauvegarder leur investissement. La participation de ces investisseurs dans le capital de l'entreprise étant plus importante que celle d'actionnaires individuels, ils sont par conséquent incités à investir dans le contrôle de celle-ci. Ces investisseurs bénéficient également d'économies d'échelle dans la recherche, l'analyse et le traitement de l'information ce qui leur permet, comme les investisseurs financiers, de mener un contrôle à un coût plus faible que celui présumé être supporté par des actionnaires individuels isolés (Mtianos & Paquerot, 1999).

Hypothèse 3 :

La part du capital détenue par les investisseurs financiers et institutionnels serait positivement corrélée avec la performance financière des entreprises marocaines cotées.



1.2.3 L'actionnariat salarié

Desbrières (2002) définit l'actionnariat salarié comme « l'une des formules de participation financière utilisées pour stimuler les efforts des salariés. Il leur permet de constituer un portefeuille de valeurs mobilières et d'acquérir, souvent dans des conditions avantageuses, des actions de la société qui les emploie » (Desbrières, 2002. p 255). L'actionnariat salarié vise à motiver les salariés en leur permettant de bénéficier d'un gain pécuniaire tout en misant en place des mécanismes visant à lutter notamment contre l'aléa moral (Xavier & Guedri, 2008). Ainsi, Desbrières (2002) stipule que « La pratique de l'actionnariat salarié, comme celle de la participation financière plus généralement, relève de la volonté d'associer les salariés à la performance de l'entreprise et de stimuler leurs efforts grâce aux avantages financiers, fiscaux et sociaux qui y sont rattachés, dans la mesure où leur motivation et implication dépendent pour une part substantielle du lien existant entre cette performance et leur richesse personnelle » (Desbrières, 2002. p 262).

L'actionnariat salarié permet, dans une large mesure, d'aligner les intérêts des salariés avec ceux des actionnaires, ce qui impliquera une réduction des coûts induits par les conflits d'agence potentiels pour l'entreprise. Cette actionnariat doit engendrer des effets positifs identifiables, il s'agit d'une part d'augmenter la satisfaction et la performance du salarié et d'autre part de réduire les inefficiences et d'augmenter la productivité et la performance financière de l'entreprise. En effet, du point de vue théorique, l'actionnariat salarié accroît la productivité et la performance financière de l'entreprise à travers l'effet positif qu'il aura, d'un côté, sur la motivation et la performance individuelle et collective des salariés et, d'un autre côté, sur les variables organisationnelles. Ainsi, cet actionnariat a un effet nettement positif sur les comportements individuels et collectifs des salariés et par conséquent sur la performance financière de l'entreprise (Ben Ner & Jones, 1995 ; Jones & Kato, 1995).

En revanche, selon Trebucq (2002) les liens supposés entre la présence de l'actionnariat salarié dans l'entreprise et la création de valeur, en réalité sur le terrain, s'avèrent beaucoup plus ténus¹ et, ce, sur plusieurs niveaux. Tout d'abord, la part de la rémunération des salariés non-dirigeants détenant des actions de l'entreprise qui les emploie se révèle souvent réduite à la portion congrue. Chose qui fait qu'il sera donc peu probable que la possession de certaines actions puisse déclencher un surcroît de motivation chez ces derniers, entraînant à son tour un

¹ Selon l'enquête menée en 1999 par la COB et le groupe Altédia auprès de 150 sociétés françaises cotées, seules « trois entreprises sur dix estiment que la productivité s'est améliorée chez elles depuis l'instauration de l'actionnariat salarié », Enquête COB-Altédia (1999).

supplément de création de valeur. En outre, les salariés intéressés par l'acquisition des actions, bénéficient le plus souvent des conditions particulièrement avantageuses et attractives. Les risques de pertes financières potentiels, qu'ils encourent, peuvent être qualifiés, par conséquent, considérablement réduits, d'autant plus qu'ils disposent d'avantageuses formules d'abondement. Par conséquent, on conviendra que la prise de risque des salariés, censée traduire leur confiance dans les potentialités de leur entreprise, s'en trouve sinon annulée, du moins considérablement atténuée. À la faiblesse de la relation existante entre l'actionnariat salarié et création de valeur dans l'entreprise, s'ajoute la complication de déterminer l'interaction exacte entre les deux phénomènes. En effet, supposons quand bien même que l'actionnariat salarié serait concomitant à une abondante création de valeur, il est tout à fait concevable que cette dernière mène les dirigeants à y recourir. L'objectif louable en l'occurrence, étant de permettre aux salariés de bénéficier d'une progression potentielle des cours de bourse. A contrario, on peut considérer qu'une baisse des cours de bourse puisse spolier les salariés actionnaires au lieu de les stimuler. Cela peut donner lieu alors à une baisse de la motivation et, par voie de conséquence, une baisse de la création de valeur dans l'entreprise (Trebucq, 2002).

Hypothèse 4 :

L'actionnariat salarié serait positivement corrélé avec la performance financière des entreprises marocaines cotées.

2. L'étude empirique

2.1. Echantillon et Contexte de l'étude

Notre étude empirique porte sur un échantillon de 45 entreprises marocaines cotées à la bourse des valeurs de Casablanca (60% du total des entreprises cotées) et appartenant aux différents secteurs d'activité. Elle vise à étudier l'influence que peuvent avoir la concentration de l'actionnariat et la nature des actionnaires sur la performance financière de ces entreprises.

Tableau N°1 : Liste des 45 entreprises constituant l'échantillon

N°	Sociétés	Secteurs d'activité.
1	LESIEUR CRISTAL	Agroalimentaire/production
2	COSUMAR	Agroalimentaire/production
3	WAFI ASSURANCE	Assurances
4	ATLANTA	Assurances
5	SAHAM ASSURANCE	Assurances
6	BCP	Banques
7	ATTIJARIWAFI KANK	Banques

8	BMCE BANK	Banques
9	BMCI	Banques
10	CIH	Banques
11	COLORADO	Bâtiment et Matériaux de Construction
12	SONASID	Bâtiment et Matériaux de Construction
13	JET CONTRACTORS	Bâtiment et Matériaux de Construction
14	LAFARGEHOLCIME MAROC	Bâtiment et Matériaux de Construction
15	CIMENTS DU MAAROC	Bâtiments et Matériaux de construction
16	BRASSERIES DU MAROC	Boissons
17	SNEP	Chimie
18	FENIE BROSSETTE	Distributeur
19	STOKVIS NORD AFRIQUE	Distributeur
20	AUTO HALL	Distributeurs
21	LABEL'VIE	Distributeurs
22	TAQA MOROCCO	Electricité
23	NEXANS MAROC	Equipements Electroniques et Electriques
24	DOUJA PROM ADDOHA	Immobilier
25	ALLIANCES DEVELOP, IMMOB,	Immobilier
26	RESIDENCES DAR SAADA	Immobilier
27	PROMOPHARM SA	Industrie pharmaceutique
28	STROC INDUSTRIES	Ingénieries et Biens d'Equipement Industriels
29	DELLATRE LEVIVIER MAROC	Ingénieries et Biens d'Equipement Industriels
30	RISMA	Loisirs et Hôtels
31	INVOLYS	Matériels, logiciels et services informatiques
32	MICRODATA SA	Matériels, Logiciels et Services Informatiques
33	M2M GROUP	Matériels, Logiciels et Services Informatiques
34	HPS	Matériels, Logiciels et Services Informatiques
35	S,M MONETIQUE	Matériels, Logiciels et Services Informatiques
36	IB MAROC	Matériels, Logiciels et Services Informatiques
37	MANAGEM	Mines
38	MINIERE TOUISSIT	Mines
39	AFRIQUIA GAZ	Pétrole et Gaz
40	TOTAL MAROC	Pétrole et Gaz
41	LYDEC	Services aux collectivités locales
42	DELTA HOLDING	Sociétés de Portefeuilles / Holdings
43	MED PAPER	Sylviculture et Papier
44	ITISSALAT AL-MAGHREB	Télécommunications
45	CTM	Transport

Source : Site Web de la BVC ([www. Casablanca-bourse.com](http://www.Casablanca-bourse.com))

2.2. Méthodologie et modèle conceptuel de recherche

Dans l'objectif de fournir des réponses à notre problématique, nous avons opté pour une méthodologie positiviste. Ainsi, A l'aide de la démarche hypothético-déductive et de la méthode des moindres carrés nous avons calculé les coefficients de corrélation permettant de déterminer la nature et l'intensité de la relation entre :

D'une part,

○ Variable 1: La performance financière de ces entreprises (mesurée par l'EVA ou Economic Value Added)

Et d'autre part, Chacune des 4 variables suivantes :

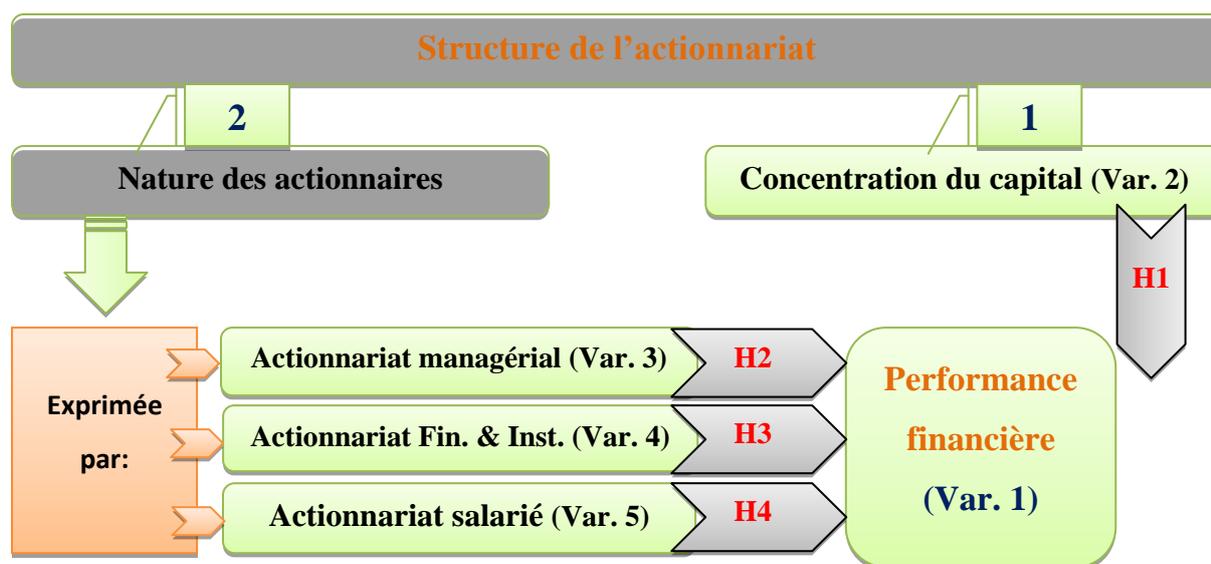
○ Variable 2: La concentration de l'actionnariat, mesurée par la part (%) du capital détenue par les trois premiers importants actionnaires dans chacune de ces entreprises.

○ Variable 3: L'actionnariat du dirigeant, mesuré par la part (%) du capital détenue par les dirigeants dans chacune de ces entreprises.

○ Variable 4: L'actionnariat des investisseurs financiers et institutionnels, mesuré par la part (%) du capital détenue par ces investisseurs dans chacune des entreprises de l'échantillon.

○ Variable 5: L'actionnariat salarié, mesuré par la part (%) du capital détenue par les salariés dans chacune de ces entreprises étudiées.

Figure N°1 : Modèle conceptuel de recherche



Source : Auteurs

2.3. Collecte et traitement des données

Nous avons collecté les informations concernant la concentration de l'actionnariat et la nature des actionnaires (Tableau 2 ci-dessous) des 45 entreprises faisant objet de l'étude à la date du 31/12/2016, et ce à partir des sources suivantes :

- Rapports annuels d'activité des entreprises concernées ;
- Etats financiers des entreprises faisant objet de l'étude ;

- Sites Web suivants : www.zonebourse.com - www.cdgcapitalbourse.ma - www.casablanca-bourse.ma & www.infinancials.com.

Tableau N°2 : Concentration de l'actionnariat et nature des actionnaires dans les 45 entreprises de l'échantillon.

N°	Sociétés	Variable 2 ²	Variable 3 ³	Variable 4 ⁴	Variable 5 ⁵
1	AUTO HALL	78,60	0,00	13,98	0,00
2	BCP	18,53	0,00	61,57	0,00
3	COSUMAR	57,23	0,00	80,00	0,00
4	CTM	77,80	0,00	50,38	0,00
5	DOUJA PROM ADDOHA	65,35	56,60	14,20	0,00
6	INVOLYS	49,17	9,79	35,98	0,00
7	ITISSALAT AL-MAGHREB	83,14	0,00	46,00	0,00
8	LABEL'VIE	68,42	0,00	21,76	0,00
9	BRASSERIES DU MAROC	81,61	0,00	13,25	0,00
10	MANAGEM	81,27	0,00	6,67	0,00
11	NEXANS MAROC	90,00	0,00	0,00	0,00
12	CIMENTS DU MAAROC	76,50	0,00	19,22	0,00
13	TAQA MOROCCO	89,58	0,00	5,03	0,00
14	LYDEC	83,30	0,00	32,88	0,00
15	Wafa ASSURANCE	79,43	0,00	79,44	0,00
16	ALLIANCES DEVELOP, IMMOB,	70,60	56,30	18,71	0,00
17	LESIEUR CRISTAL	53,48	0,00	29,29	0,00
18	COLORADO	76,06	70,00	6,08	0,00
19	SONASID	80,72	0,00	17,97	0,00
20	JET CONTRACTORS	70,40	0,00	30,93	0,00
21	FENIE BROSSETTE	99,85	0,00	12,31	0,00
22	STOKVIS NORD AFRIQUE	96,79	0,00	32,44	0,00
23	RESIDENCES DAR SAADA	71,68	55,00	18,03	0,00
24	STROC INDUSTRIES	71,85	14,60	0,00	0,00
25	RISMA	193,00	0,00	57,26	0,00
26	MICRODATA SA	80,00	70,10	0,00	0,00
27	M2M GROUP	70,25	18,96	9,03	0,00
28	MINIERE TOUSSIT	59,28	0,00	21,31	0,00
29	AFRIQUIA GAZ	78,20	0,00	10,22	0,00
30	TOTAL MAROC	85,10	0,00	0,14	0,00
31	DELTA HOLDING	80,72	0,00	11,16	0,00
32	ATLANTA	87,22	67,60	20,58	0,00

² La part du capital (en pourcentage) détenue par les trois premiers importants actionnaires.

³ La part du capital (en pourcentage) détenue par les dirigeants.

⁴ La part du capital (en pourcentage) détenue par ces investisseurs financiers et institutionnels.

⁵ La part du capital (en pourcentage) détenue par les salariés.

33	SAHAM ASSURANCE	81,44	21,60	59,84	0,00
34	ATTIJARIWafa KANK	62,04	0,00	35,22	0,00
35	LAFARGEHOLCIME MAROC	72,62	0,00	7,80	0,00
36	DELLATRE LEVIVIER MAROC	75,01	64,01	25,00	0,00
37	HPS	27,87	38,98	2,84	0,00
38	S,M MONETIQUE	60,04	0,00	0,62	2,78
39	MED PAPER	40,14	60,00	0,00	0,00
40	IB MAROC	56,74	0,00	0,00	0,00
41	BMCE BANK	65,55	5,97	43,85	0,00
42	BMCI	83,98	8,40	75,67	0,00
43	CIH	82,19	11,70	70,49	0,00
44	SNEP	63,20	0,00	0,00	0,00
45	PROMOPHARM SA	94,10	0,00	0,00	0,00

Source : Auteurs

Puis, nous avons calculé le MEDAF, pour chacune des 45 entreprises, qui sera utilisé comme Coût moyen pondéré du capital (CMPC) et qui servira à son tour comme base de calcul de l'EVA (Economic Value Added), indicateur de mesure de la performance financière des entreprises formant l'échantillon, en utilisant la formule suivante :

$$\text{MEDAF} = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \text{ (Tableau 3 ci-dessous)}$$

Avec:

- **R_f** : Taux sans risque, estimé sur la base du rendement des bons du Trésor du Maroc à maturité 10 ans (3.08% selon le rapport de BANK ALMAGHREB sur la politique monétaire du 31 Mars 2017) ;
- **β**: $\beta_i = (\text{risque de l'actif } i) / \text{risque du marché}$.
- **Les Béta de toutes les entreprises marocaines cotées sont disponibles sur le site Web : www.infinancials.com**
- **(R_m – R_f)** : La prime de risque retenue s'élève à 7,5% correspondant à la prime de risque sur le marché marocain selon la méthode par sondage telle que calculée par Attijari Intermédiation dans sa dernière publication en date du 18/03/2016.

Tableau N°3 : Calcul du MEDAF (CMPC)

Sociétés	Bé α ⁶	Rf = T x DBT /10 Ans ⁷	PR = (Rm-Rf) ⁸	MEDAF ⁹
AUTO HALL	0,85	0,0308	0,075	0,09
BCP	1,24	0,0308	0,075	0,12
COSUMAR	1,43	0,0308	0,075	0,14
CTM	0,15	0,0308	0,075	0,04
DOUJA PROM ADDOHA	1,98	0,0308	0,075	0,18
INVOLYS	0,05	0,0308	0,075	0,03
ITISSALAT AL-MAGHREB	0,99	0,0308	0,075	0,11
LABEL'VIE	0,16	0,0308	0,075	0,04
BRASSERIES DU MAROC	0,23	0,0308	0,075	0,05
MANAGEM	1,21	0,0308	0,075	0,12
NEXANS MAROC	0,02	0,0308	0,075	0,03
CIMENTS DU MAAROC	1,12	0,0308	0,075	0,11
TAQA MOROCCO	0,62	0,0308	0,075	0,08
LYDEC	1	0,0308	0,075	0,11
Wafa ASSURANCE	0,66	0,0308	0,075	0,08
ALLIANCES DEVELOP, IMMOB,	1,49	0,0308	0,075	0,14
LESIEUR CRISTAL	1,16	0,0308	0,075	0,12
COLORADO	0,37	0,0308	0,075	0,06
SONASID	0,77	0,0308	0,075	0,09
JET CONTRACTORS	0,52	0,0308	0,075	0,07
FENIE BROSSETTE	0,75	0,0308	0,075	0,09
STOKVIS NORD AFRIQUE	0,48	0,0308	0,075	0,07
RESIDENCES DAR SAADA	1,55	0,0308	0,075	0,15
STROC INDUSTRIES	0,52	0,0308	0,075	0,07
RISMA	-0,06	0,0308	0,075	0,03
MICRODATA SA	0,39	0,0308	0,075	0,06
M2M GROUP	0,51	0,0308	0,075	0,07
MINIERE TOUSSIT	1,3	0,0308	0,075	0,13
AFRIQUIA GAZ	0,11	0,0308	0,075	0,04
TOTAL MAROC	1,46	0,0308	0,075	0,14
DELTA HOLDING	0,98	0,0308	0,075	0,10
ATLANTA	0,22	0,0308	0,075	0,05
SAHAM ASSURANCE	0,68	0,0308	0,075	0,08
ATTIJARIWafa KANK	0,81	0,0308	0,075	0,09

⁶ β : Les Bé α de toutes les entreprises marocaines cotées sont disponibles sur le site Web : www.infinancials.com

⁷ Rf: Taux sans risque, estimé sur la base du rendement des bons du Trésor du Maroc à maturité 10 ans (3.08% selon le rapport de BANK ALMAGHREB sur la politique monétaire du 31 Mars 2017).

⁸ (Rm – Rf): La prime de risque retenue s'élève à 7,5% correspondant à la prime de risque sur le marché marocain selon la méthode par sondage telle que calculée par Attijari Intermédiation dans sa dernière publication en date du 18/03/2016.

⁹ MEDAF = Rf + β x (Rm – Rf) sachant que le MEDAF remplacera le CMPC dans notre étude.

LAFARGEHOLCIME MAROC	1,16	0,0308	0,075	0,12
DELLATRE LEVIVIER MAROC	0,67	0,0308	0,075	0,08
HPS	0,58	0,0308	0,075	0,07
S, M MONETIQUE	0,05	0,0308	0,075	0,03
MED PAPER	0,75	0,0308	0,075	0,09
IB MAROC	-0,27	0,0308	0,075	0,01
BMCE BANK	0,48	0,0308	0,075	0,07
BMCI	0,32	0,0308	0,075	0,05
CIH	0,71	0,0308	0,075	0,08
SNEP	1,97	0,0308	0,075	0,18
PROMOPHARM SA	0,89	0,0308	0,075	0,10

Source : Auteurs

Par la suite, on a reporté les montants des capitaux propres, des dettes de financement et des résultats d'exploitation des 45 entreprises à partir de leurs états financiers arrêtés le 31/12/2016. Ces données serviront au calcul de l'EVA (Economic Value Added). (Tableau 4 ci-dessous).

Le calcul de l'EVA (Economic Value Added) des 45 entreprises étudiées en utilisant la formule suivante :

$$EVA = RE*(1-Tis) - K*CE$$

Avec :

- **RE** : Résultat d'exploitation
- **Tis** : Taux de l'IS (30%)
- **K** : Coût moyen pondéré du capital (MEDAF dans notre cas)
- **CE** : capitaux investis (Capitaux propres + dettes financières)

Tableau N°4: Calcul de l'EVA (Economic Value Added).

Sociétés	Résultat	Capitaux	Dettes de	(1-Tis)	MEDAF	EVA=
	d'exploitation 2016 (a)	propres 2016 (b)	financement 2016 (c)	(d)	(e)	((a)*(d))-((b)+(c))*(e)
AUTO HALL	202 618 729,64	1 502 243 550,25	-	0,70	0,09	- 204 016,93
BCP	3 368 319 000,00	2475116000	22 238 472 000,00	0,70	0,12	- 701 718 894,40
COSUMAR	881 034 518,45	2 774 801 364,74	-	0,70	0,14	233 662 834,51
CTM	444 389 524,51	320 564 349,23	111 157 833,73	0,70	0,04	292 918 749,36
DOUJA PROM ADDOHA	835 169 280,80	11 274 027 799,09	3 551 574 871,70	0,70	0,18	- 2 073 612 062,31
INVOLYS	10 458 716,94	83 840 753,73	-	0,70	0,03	4 424 403,82
ITISSALAT AL-MAGHREB	10 468 000 000,00	15 476 000 000,00	4 666 000 000,00	0,70	0,11	5 211 682 900,00
LABEL'VIE	188 951 861,64	1 171 611 235,03	1 782 841 564,28	0,70	0,04	5 815 723,34
BRASSERIES DU MAROC	445 683 944,93	2 098 306 301,71	-	0,70	0,05	211 155 143,65
MANAGEM	56 105 979,00	2 452 052 369,90	950 000 000,00	0,70	0,12	- 374 245 280,26
NEXANS MAROC	47 440 996,22	649 075 557,91	-	0,70	0,03	12 243 556,83
CIMENTS DU MAAROC	1 080 784 116,46	5 131 250 146,08	-	0,70	0,11	167 481 364,75
TAQA MOROCCO	763 414 461,85	4 849 177 226,77	4 086 601 307,31	0,70	0,08	- 156 345 557,39
LYDEC	484 555 734,26	1 807 507 733,15	1 592 058 920,97	0,70	0,11	- 20 485 138,02
WAFI ASSURANCE	1 251 878 430,44	5 181 332 312,70	1 144 637 019,92	0,70	0,08	368 339 563,90
ALLIANCES DEVELOP, IMMOB,	24 527 233,67	993 666 328,69	2 880 859 327,56	0,70	0,14	- 535 144 568,73
LESIEUR CRISTAL	281 499 540,08	1 464 470 264,44	9 300 000,00	0,70	0,12	23 439 540,90
COLORADO	90 917 936,56	337 250 288,75	25 058 544,93	0,70	0,06	42 429 373,38
SONASID	6 806 641,79	1 196 148 530,47	-	0,70	0,09	- 101 154 303,12
JET CONTRACTORS	101 729 050,61	422 190 750,94	316 335 813,46	0,70	0,07	19 661 181,23
FENIE BROSSETTE	1 441 455,12	264 633 876,01	65 665 166,74	0,70	0,09	- 27 743 513,09
STOKVIS NORD AFRIQUE	8 520 767,76	288 325 116,96	157 686 609,40	0,70	0,07	- 23 829 045,89
RESIDENCES DAR SAADA	466 291 667,50	4 077 894 147,92	2 431 996 540,34	0,70	0,15	- 630 875 258,46
STROC INDUSTRIES	- 53 166 165,52	- 119 366 298,08	38 389 271,88	0,70	0,07	- 31 564 119,44
RISMA	- 35 422 177,98	1 455 350 934,08	576 610 138,39	0,70	0,03	- 78 236 100,79
MICRODATA SA	62 715 506,86	106 677 925,12	-	0,70	0,06	37 494 845,40
M2M GROUP	8 021 492,66	187 711 018,59	-	0,70	0,07	- 7 346 400,97
MINIERE TOUISSIT	189 029 032,98	606 716 625,60	-	0,70	0,13	54 478 580,02
AFRIQUIA GAZ	630 854 411,78	2 200 879 133,79	1 133 035 729,40	0,70	0,04	311 408 712,84
TOTAL MAROC	1 215 085 752,72	1 357 319 369,76	685 008 482,76	0,70	0,14	564 021 429,20
DELTA HOLDING	34 708 798,90	1 310 959 712,08	180 000 000,00	0,70	0,10	- 131 210 938,74
ATLANTA	185 432 110,87	1 215 296 909,66	5 536 226,37	0,70	0,05	72 057 070,27
SAHAM ASSURANCE	543 127 844,49	3 646 091 317,78	800 000 000,00	0,70	0,08	16 499 221,35
ATTIJARIWAFI KANK	10 111 707 000,00	8 996 670 000,00	238 218 113 000,00	0,70	0,09	- 15 554 318 483,65
LAFARGEHOLCIME MAROC	3 064 746 786,59	10 841 716 747,24	4 000 000 000,00	0,70	0,12	396 968 517,79
DELLATRE LEVIVIER MAROC	551 817 712,50	238 422 558,34	150 200 072,33	0,70	0,08	354 774 534,53
HPS	60 129 624,00	228 523 716,00	67 500 000,00	0,70	0,07	20 096 174,70
S.M MONETIQUE	31 404 242,00	76 484 262,00	6 684 000,00	0,70	0,03	19 109 505,95
MED PAPER	22 226 609,43	28 426 944,29	125 400 387,38	0,70	0,09	2 167 957,38
IB MAROC	6 746 221,29	53 117 497,73	-	0,70	0,01	4 161 965,30
BMCE BANK	2 696 248 000,00	14 624 124 000,00	168 968 189 000,00	0,70	0,07	- 10 376 592 908,40
BMCI	1 289 950 000,00	48 611 038 000,00	8 071 390 000,00	0,70	0,05	- 2 203 232 054,40
CIH	620 830 000,00	36 464 953 000,00	3 528 660 000,00	0,70	0,08	- 2 926 882 172,65
SNEP	72 035 146,28	491 293 619,09	56 491 693,40	0,70	0,18	- 47 382 465,15
PROMOPHARM SA	130 035 402,41	315 697 985,57	-	0,70	0,10	60 228 443,19

Source : Auteurs

Enfin, nous avons calculé à l'aide de la méthode des moindres carrés l'ensemble les coefficients de corrélation permettant de vérifier les quatre hypothèses citées plus haut. (Voir les résultats (Sous-titre : 2.4)

2.4. Résultats

2.4.1. Calcul des coefficients de corrélation

Le calcul des coefficients de corrélation (CC) nous sert pour déterminer la nature des relations (Positive ou négative) existantes entre la concentration de l'actionnariat et la nature des actionnaires, d'une part, et la performance financière, d'autre part. Alors que le calcul des carrés de ces coefficients de corrélation (CC²) nous permet de juger l'intensité de ces relations.

Tableau N° 5: Calcul des Coefficients de corrélation (CC) et de leurs carrés (CC²)

	Variable 1 (Performance Fin.)	
	CC	CC ²
Variable 2 (Concentration de l'actionnariat)	CC ₁ =0.1116	CC ₁ ² =0.0125
Variable 3 (Actionnariat managérial)	CC ₂ =0.0390	CC ₂ ² =0.0015
Variable 4 (Actionnariat des Invest. Fin. Et institut.)	CC ₃ =-0.1570	CC ₃ ² =0.0246
Variable 5 (Actionnariat salarié)	CC ₄ = 0.0327	CC ₄ ² =0.0011

Source : Auteurs

2.4.2. Interprétation des résultats et validation des hypothèses

❖ Hypothèse 1 :

Tableau N° 6: Coefficient de corrélation(CC₁) et son carré permettant la validation de H1.

Variables concernées	CC ₁	CC ₁ ²
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Concentration de l'actionnariat ▪ Performance financière 	CC ₁ =0.1116	CC ₁ ² =0.0125

Source : Auteurs

Le CC₁ est positif, ce qui signifie que la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière des entreprises étudiées est croissante. Mais, le CC₁² tend vers 0. Cela indique une indépendance entre la concentration du capital et la performance financière des entreprises étudiées et par conséquent l'Hypothèse 1 est infirmée.

❖ Hypothèse 2 :

Tableau N° 7: Coefficient de corrélation(CC₂) et son carré permettant la validation de H2.

Variables concernées	CC ₂	CC ₂ ²
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Actionnariat managérial ▪ Performance financière 	CC ₂ =0.0390	CC ₂ ² =0.0015

Source : Auteurs

Le CC₂ est positif, ce qui signifie que la relation entre l'actionnariat managérial et la performance financière des entreprises étudiées est croissante. Mais, le CC₂² est très proche de 0. Cela indique une indépendance entre l'actionnariat managérial et la performance financière des entreprises étudiées et par conséquent l'Hypothèse 2 est infirmée.

❖ **Hypothèse 3 :**

Tableau N° 8: Coefficient de corrélation(CC₃) et son carré permettant la validation de H3.

Variables concernées	CC ₃	CC ₃ ²
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Actionnariat des investisseurs financiers et Inst. ▪ Performance financière 	CC ₃ = - 0.1570	CC ₃ ² = 0.0246

Source : Auteurs

Le CC₃ est négatif, ce qui signifie que la relation entre l'actionnariat des investisseurs financiers et Institutionnels et la performance financière des entreprises étudiées est décroissante. Mais, le CC₃² est très proche de 0. Cela indique une indépendance entre l'actionnariat des investisseurs financiers et Institutionnels et la performance financière des entreprises étudiées et par conséquent l'Hypothèse 3 est infirmée aussi.

❖ **Hypothèse 4 :**

Tableau N° 9: Coefficient de corrélation(CC₄) et son carré permettant la validation de H4.

Variables concernées	CC ₄	CC ₄ ²
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Actionnariat salarié ▪ Performance financière 	CC ₄ = 0.0327	CC ₄ ² =0.0011

Source : Auteurs

Le CC₄ est positif, ce qui signifie que la relation entre l'actionnariat salarié et la performance financière des entreprises étudiées est croissante. Mais, le CC₄² est très proche de 0. Cela indique une indépendance entre l'actionnariat salarié et la performance financière des entreprises étudiées et par conséquent l'Hypothèse 4 est infirmée aussi.

2.4.3. Récapitulation de la validation des hypothèses

Tableau N° 10: Tableau récapitulatif de validation des hypothèses

Hypothèses	Nature de la relation.	Intensité de la relation	Validation
H ₁	Croissante	Très faible	<u>Infirmée</u>
H ₂	Croissante	Très faible	<u>Infirmée</u>
H ₃	Décroissante	Très faible	<u>Infirmée</u>
H ₄	Croissante	Très faible	<u>Infirmée</u>

Source : Auteurs

Conclusion

Dans ce travail nous nous sommes demandé si la concentration de l'actionnariat et la nature des actionnaires influencent la performance financière des entreprises marocaines cotées en bourse ? Pour répondre à une telle question nous avons travaillé sur un échantillon de 45 sociétés marocaines cotées en bourse et appartenant aux différents secteurs d'activités.

L'objectif de ce papier était de mettre en évidence la relation entre la structure de l'actionnariat et la performance financière des entreprises marocaines cotées en examinant les coefficients de corrélation permettant d'analyser l'impact de leur structure de l'actionnariat, en particulier la concentration du capital et la nature des actionnaires, sur leur valeur créée mesurée par l'EVA (Economic Value Added).

Après avoir présenté les résultats, nous avons constaté, que la concentration de l'actionnariat, l'actionnariat des dirigeants et l'actionnariat salarié sont positivement corrélés avec la performance financière des sociétés marocaines cotées, alors que l'actionnariat des investisseurs financiers et institutionnels est négativement lié à la performance financière. Cependant, l'intensité de l'ensemble de ces relations est très faible du fait que l'ensemble des carrés des coefficients de corrélation sont très proches de 0. A partir de ces constats nous pouvons conclure sur l'apport de notre recherche niant toute influence de la structure de l'actionnariat des entreprises marocaines cotées sur leur performance financière.

Les résultats de notre étude peuvent présenter les limites d'être influencés par :

Premièrement, l'indicateur de mesure de la performance financière qu'on a pris en compte dans notre étude, à savoir l'EVA (Economic Value Added), qui néglige la partie de la valeur créée (détruite) reflétée par l'augmentation (ou diminution) des cours des valeurs cotées des entreprises concernées, comme est le cas pour le MEVA (Market Value Added) ou le Q de Tobin.

Deuxièmement, la nature de la variable qu'on a utilisé pour évaluer la concentration de l'actionnariat, à savoir le pourcentage du capital détenu par les trois premiers actionnaires. En effet, l'élargissement du nombre d'actionnaires retenu pour exprimer cette variable peut influencer significativement les résultats.

Troisièmement, les variables étudiant la nature des actionnaires, en particulier l'actionnariat des dirigeants et l'actionnariat salarié, présentent une limite fondamentale qui se résume dans le fait que peu d'entreprises marocaines cotées optent pour l'actionnariat des dirigeants (34%) et l'actionnariat salarié (une entreprise sur 45).

A ce stade, il serait intéressant d'élargir la taille de l'échantillon sur lequel porte l'étude, en tenant compte toutes les entreprises marocaines cotées et en introduisant des entreprises non cotées pour avoir une meilleur représentativité des résultats.

Pour soutenir la performance financière de l'entreprise, notre étude a permis de dégager quatre implications managériales primordiales consistant à accentuer les mécanismes de contrôle et d'incitation du dirigeant, à savoir:

L'actionnariat managérial est une formule d'intéressement permettant d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires et par conséquent la limitation des conflits et des coûts d'agence.

L'actionnariat salarié est une formule d'incitation pour les salariés leur permettant d'exercer un contrôle plus strict sur le dirigeant en partenariat avec les autres parties prenantes du fait de leurs intérêts communs.

L'actionnariat des investisseurs financiers et institutionnels permet un meilleur contrôle des actions du dirigeants grâce moyens financiers et aux compétences particulières qu'ils détiennent.

La concentration de l'actionnariat peut garantir une meilleure qualité du contrôle des agissements du dirigeant du fait que les retombées de ce contrôle leur reviendront en grande partie.

BIBLIOGRAPHIE

Ben-Ner A. & Jones D., (1995). Employee Participation, Ownership, and Productivity: A Theoretical Framework. *Industrial Relations*, vol. 34, n° 4, p. 532-554.

Charreaux G., (1997). Le statut du dirigeant dans la recherche sur le gouvernement des entreprises. Dans Charreaux G. (éd.), *Le gouvernement des entreprises*, Economica.

COB-Altédia (1999). L'actionnariat salarié, Étude auprès des entreprises cotées à la Bourse de Paris, réalisée par le Groupe Altédia avec le concours de la COB, Mai.

Desbrières Ph., (2002). Les actionnaires salariés. *Revue française de gestion*, vol. 28, n° 141, p. 255-281.

Ginglinger, E. (2002). L'actionnaire comme contrôleur. *Revue française de gestion*, (5), 37-55.

Lagmango V-L. (2020). Enracinement et opportunisme du dirigeant : une lecture dans les entreprises publiques au Cameroun. *Revue Internationale des Sciences de Gestion « Volume 3 : Numéro 2 »* pp : 223 - 247

Mard, Y. & Marsat, S., & Roux, F. (2014). Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise: le cas français. *Finance Contrôle Stratégie*.

Morck R. & Schleifer A. & Vishny R. (1988). Managerial ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 293-315.

Mtanios, R., & Paquerot, M. (1999). 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*, 2(4), 157-179.

Mushagalusa Nshombo J.M. & Mmenge A. (2020). Gouvernance et performance des Petites et Moyennes Entreprises de la ville de Bukavu en RDC : rôle modérateur du caractère familial de la PME. *Revue Internationale du chercheur «Volume 1 : Numéro 1»* pp : 154 - 175

Rajan R. & Zingales L., (2000). The governance of the new enterprise in corporate governance. Vives X. (éd.), Cambridge University Press.

Stulz R., (1988). Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 25-54.

Trebucq, S. (2002). L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF250: un outil de création de valeur. *Finance Contrôle Stratégie*, 5(4), 107-135.

Xavier Hollandts & Zied Guedri (2008). Les salariés capitalistes et la performance de l'entreprise. *Revue française de gestion* (n° 183), p. 35-50.