

Structure de l'actionnariat et performance financière des entreprises marocaines cotées en bourse

Shareholding structure and financial performance of listed Moroccan firms

Abdellah TAJER

Docteur en sciences de gestion,

Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales, Université Cadi Ayyad – Marrakech
Laboratoire Interdisciplinaire de Recherches et d'Etudes en Management des Organisations et Droit de l'Entreprise (LIRE-MD)
Tajerabdellah10@gmail.com

Brahim OUBERKA

Doctorant en sciences de gestion,

Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales, Université Cadi Ayyad – Marrakech
Laboratoire Interdisciplinaire de Recherches et d'Etudes en Management des Organisations et Droit de l'Entreprise (LIRE-MD)
brahimouberka93@gmail.com

Sidi Mohamed RIGAR

Professeur d'enseignement supérieur

Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales, Université Cadi Ayyad – Marrakech
Directeur du Laboratoire Interdisciplinaire de Recherches et d'Etudes en Management des Organisations et Droit de l'Entreprise (LIRE-MD)
s.rigar@uca.ma

Date de soumission : 14/07/2021

Date d'acceptation : 21/08/2021

Pour citer cet article :

TAJER A. et AL. (2021) «Structure de l'actionnariat et performance financière des entreprises marocaines cotées en bourse», Revue Française d'Economie et de Gestion « Volume 2 : Numéro 8 » pp : 96 – 120.

Author(s) agree that this article remain permanently open access under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0 International License



Résumé :

Cette recherche vise à étudier la relation entre la structure de l'actionnariat et la performance financière de 31 entreprises marocaines cotées en bourse, sur la période 2014-2018. Dans cette étude, la structure de l'actionnariat est définie par deux variables : la concentration du capital et la nature des actionnaires. Tandis que la performance financière est mesurée par le rendement des actifs (ROA) et le rendement des capitaux propres (ROE). Les résultats montrent qu'il n'y a pas de relation significative entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière. En outre, les résultats relatifs au lien entre la nature de l'actionnariat et la performance financière montrent que la présence de l'actionnariat salarial, et industriel a un impact positif et significatif sur la performance financière. De plus, l'actionnariat étatique, institutionnel et financier a un effet négatif et non significatif sur la performance financière.

Mots clés : « structure de l'actionnariat » ; « concentration de l'actionnariat » ; « nature de l'actionnariat » ; « performance financière ».

Abstract:

This research aims to study the relationship between the shareholding structure and the financial performance of 31 Moroccan companies listed on the stock exchange over the period 2014–2018. In this study the share ownership structure is defined by two variables: the concentration of the capital and the nature of the shareholders. While financial performance is measured by return on assets (ROA) and return on equity (ROE). The results show that there is no significant relationship between shareholder concentration and financial performance. Also, the results relating to the link between the nature of the shareholding and the financial performance show that the presence of the wage and industrial shareholding has a positive and significant impact on the financial performance. In addition, state, institutional and financial shareholding has a negative and non-significant effect on financial performance.

Keyword: « Shareholding structure » ; « concentration of capital » ; « nature of ownership » ; « financial performance ».

Introduction

L'étude de la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance constitue une thématique plus ancienne sur le plan économique et financier, dont leurs origines sont issues des travaux de Berle et Mens 1932 (*The modern Corporation and the Private Property*) qui ont étudié les conséquences de la séparation entre les fonctions de propriété (actionnaire) d'un côté et de décision (dirigeant) d'un autre côté.

La structure de propriété est l'un des mécanismes de gouvernance qui peuvent affecter la performance de l'entreprise (Hilmi, Y. 2014). Elle est proposée pour résoudre les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires et réduire par la même les coûts d'agence associés à ce genre de conflits (Zéghal et *al.*, 2006 ; Madani et Khlif, 2010 ; Ayadi, 2013 ; Nicolas et *al.*, 2016 ; Bousetta, 2019). Comme le rappelle Charreaux (1998), il existe aujourd'hui trois conceptions principales qui semblent s'affronter quant à la relation entre la structure de propriété et la performance ; la convergence d'intérêt, l'enracinement et la neutralité.

Ces différentes conceptions amènent les chercheurs et même les actionnaires à s'interroger sur l'existence d'une structure optimale qui permet de réduire les coûts d'agence afin d'améliorer la performance financière de l'entreprise. La raison pour laquelle la problématique de notre recherche est la suivante : « *Quelle relation entre la structure de l'actionnariat et la performance financière des entreprises marocaines cotées en bourse ?* »

Ce travail de recherche vise à étudier empiriquement, dans le contexte marocain, la nature du lien entre la structure de l'actionnariat et la performance financière des entreprises marocaines cotées en bourse. Malgré l'existence d'une littérature abondante sur la relation entre la structure de propriété et la performance financière, rares sont les travaux de recherche portant sur cette relation dans le contexte marocain (Bousetta, 2019 ; Loulid et El kout, 2020). C'est ce qui légitimise notre recherche, qui tient également en considération des variables spécifiques, à savoir ; la diversité des caractéristiques d'actionnariat et les spécificités du contexte marocain.

Notre contribution nous a semblé très intéressante pour deux raisons. D'abord, la rareté des recherches en la matière dans le contexte marocain. Ensuite, les caractéristiques des entreprises marocaines, qui se caractérisent par une forte concentration de l'actionnariat, la

présence de l'actionnariat financier et institutionnel et le nombre limité des entreprises cotées. À cet égard, dans cette recherche, nous envisagerons deux caractéristiques d'actionnariat ; *la concentration du capital* et *la nature d'actionnariat*. En effet, notre recherche a pour objectif d'étudier les deux relations suivantes : premièrement, celle entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière. Deuxièmement, celle entre la nature de l'actionnariat et la performance financière.

L'article est structuré en trois parties. Dans un premier temps, nous exposons la revue de littérature qui met en relation la structure de l'actionnariat (concentration du capital et la nature de l'actionnariat) et la performance financière. Ensuite, nous présentons l'échantillon et les principaux aspects méthodologiques de notre travail de recherche. En dernier lieu, nous exposons les résultats et les conclusions de notre travail de recherche.

1. Revue de littérature

Le lien de causalité entre les deux variables a été largement étudié dans les études théoriques et empiriques en finance. Depuis les premières études de Berle et Means en 1932. Nous développons ainsi les travaux de recherches portant sur la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière (1.1). Ensuite, les recherches relatives à la relation entre la nature de l'actionnariat et la performance financière des entreprises (1.2).

1.1 La concentration du capital et la performance financière

L'étude de la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière peut être analysée en se référant à la théorie d'agence et la théorie d'enracinement. Dans leurs travaux de recherches Berle et Means (1933), avancent que les sociétés dont le capital est dispersé souffrent un déficit de contrôle important, qui peut impacter les résultats financiers. Cependant, la concentration du capital entre les mains d'un nombre limité d'actionnaires permet de mener un contrôle pertinent sur les stratégies des dirigeants (Chen, 1997 ; Gorton et Schmid, 2000).

Selon Denis et Mcconnell (2003), l'actionnariat concentré permet de diminuer les coûts d'agences engendrés par les conflits d'intérêts entre les dirigeants et leurs actionnaires, et par conséquent l'amélioration de la performance des entreprises. Aussi elle représente la meilleure solution aux conflits d'agences dans un système caractérisé par une faible protection des actionnaires minoritaires (Denis et Mcconnell, 2003).

La concentration de l'actionnariat permet alors de soutenir le contrôle appliqué par les actionnaires sur les dirigeants dans le cas où l'entreprise réaliserait de faibles performances. En effet, les actionnaires majoritaires détiennent le pouvoir de contrôler les dirigeants afin qu'ils prennent des décisions dont l'intérêt est d'augmenter la valeur de l'entreprise. Cette situation illustre alors l'efficacité de l'actionnariat concentré.

En revanche, les actionnaires majoritaires peuvent amener un contrôle plus pertinent que les actionnaires minoritaires, puisqu'ils disposent suffisamment de droits de vote pour influencer les décisions managériales ou aussi pour persuader les actionnaires minoritaires de les soutenir en cas de conflits avec la direction de l'entreprise. Cependant, ce contrôle sera plus coûteux et difficile pour les actionnaires individuels qui détiennent une faible part du capital (Rogers et *al.*, 2007 ; Vera et Udego, 2007, Boubaker et El Houcine, 2013).

Dans un autre contexte, les entreprises Allemande sont connues par la forte présence des actionnaires dans le système de gouvernance. La raison pour laquelle la concentration de l'actionnariat présente un mécanisme crucial pour aligner les intérêts des actionnaires et le dirigeant. Les résultats d'une étude menée par Gorton et Schmid (2000) montrant une forte relation positive entre la concentration de l'actionnariat augmentant la performance financière. Ce qui signifie l'existence d'une relation linéaire entre la concentration de l'actionnariat et la performance.

De leur part, Kapopoulos et Lazaretou (2007) ont mené une étude sur un échantillon de 175 entreprises grecques cotées, afin d'analyser l'effet de la structure de l'actionnariat sur la performance. Ces auteurs ont utilisé deux indicateurs ; le Q de Tobin et le taux de rentabilité pour mesurer la performance financière. Aussi pour mesurer l'actionnariat ils ont utilisé le pourcentage du capital détenu par dirigeant et les principaux investisseurs. Les résultats de cette étude montrent que la structure de l'actionnariat bien concentrée est liée positivement à la valeur de l'entreprise. Ils montrent également que la rentabilité de l'entreprise nécessite une forte concentration de l'actionnariat.

Cependant, d'autres chercheurs ont constaté des résultats contradictoires. Ils ont trouvé que la concentration de l'actionnariat exerce un effet négatif sur la performance de l'entreprise. Selon Holdernes (2003), la forte concentration de l'actionnariat peut nuire aux investisseurs minoritaires. Ils peuvent recourir à l'expropriation de leurs fortunes, en recourant à des

stratégies d'alliance entre les investisseurs et les dirigeants, ce qui leur permet de maintenir la divergence d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants.

En revanche, Faccio et Lasfer (2000) affirment que dans les grandes entreprises qui détiennent de grands actionnariats l'expropriation est facile à se produire. Ce qui engendre des conflits d'agences et aussi une forte diminution de la valeur marchande de l'entreprise. Par ailleurs, De-andres et *al.*, (2005) a trouvé que la structure de l'actionnariat des entreprises canadiennes est fortement concentrée. Après avoir mené une étude multivariée, il a trouvé une forte relation négative entre la concentration du capital et la performance des entreprises. Également Beiner et *al.*, (2004) ont trouvé des résultats similaires selon laquelle la concentration du capital à un effet négatif sur la performance des entreprises suisses.

À la lumière de ces résultats, il apparaît évident l'existence d'une relation significative (positive ou négative) entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière des entreprises. Pourtant, d'autres études ont montré l'absence de cette relation entre ces deux variables étudiées. Demsetz et Lehn (1985) examinent l'effet de présence d'un actionnaire majoritaire sur la valeur de la firme. Les résultats montrent que la concentration de l'actionnariat n'a aucune influence sur la valeur de la firme. De même, Lazarides et *al.*, (2009), ont trouvé que la concentration du capital n'a aucun effet significatif sur la valeur de l'entreprise mesurée par le rendement des actifs (ROA) et le Q de Tobin.

De leur côté, Gadhoun et Zeghal (2000) ont démontré une faible relation entre la concentration de l'actionnariat et la valeur de la firme. De même, Schmid (2003) a mené une étude sur un échantillon de firme suisse, en utilisant une approche basée sur les équations simultanées. Les résultats de cette étude confirment l'absence du lien statiquement significatif entre la concentration d'actionnariat et la performance de la firme.

Aussi, Thomsen et *al.* (2006), ont travaillé sur un échantillon composé de 489 entreprises américaines durant la période 1990 et 1998 afin d'étudier l'effet de la concentration de l'actionnariat sur la valeur de l'entreprise, mesurée par le rendement des actifs et le Q de Tobin. Les chercheurs n'ont pas conclu à une relation significative entre la concentration de l'actionnariat et la performance de la firme (Thomsen et *al.*, 2006).

Pour le cas du Brésil, Rogers et *al.* (2007) ont amené une étude sur l'effet de la concentration du capital sur la performance des entreprises publiques, cotées en bourse et non financières.

En effet, les auteurs ont mobilisé des modèles économétriques basés sur la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) sur un échantillon de 176 entreprises, durant la période 1997 à 2001. Les résultats montrent l'absence d'une relation significative entre la concentration du capital et la performance de l'entreprise. Selon les auteurs, la concentration du capital peut s'expliquer par l'instabilité du marché, la taille et la réglementation au sein de l'entreprise.

En 2007, Vera et Udego ont réalisé une étude sur un échantillon composé de 95 entreprises non financières espagnoles cotées sur la bourse durant la période 1998 à 2000. Les auteurs ont eu recours au Q de Tobin pour mesurer la performance de la firme. Les résultats empiriques affirment une relation non significative entre la concentration du capital et la performance financière de l'entreprise. Par la suite, ils ont mené une deuxième étude avec la méthode des doubles moindres carrés. Les résultats confirment que la concentration de l'actionnariat a un effet positif sur la valeur de la firme, alors que la relation inverse n'est pas significative.

D'après les résultats empiriques de l'ensemble de ces études, on ne peut pas conclure que les entreprises à capital concentré sont plus performantes par rapport aux entreprises à capital dispersé. Cela nous a conduits à formuler l'hypothèse suivante :

H1 : la concentration du capital aurait un effet positif sur la performance financière des entreprises.

1.2 La nature de l'actionnariat et performance.

1.2.1 L'actionnariat salarial (personnel)

Selon la théorie des droits de propriété, la participation des salariés dans le capital de l'entreprise a un effet négatif. La théorie de l'agence considère que lors de présence des salariés dans le capital de l'entreprise permettent d'aligner les intérêts des actionnaires avec ceux des dirigeants. En effet, l'existence de l'actionnariat salarié dans une entreprise permet de réduire les coûts d'agence et favorise la collaboration entre les salariées et les actionnaires (Desbrières, 2002, Gamble et *al.* 2002 ; Florackis et *al.*, 2009 ; Nicolas et *al.*, 2016).

Plusieurs chercheurs (Kruse et Blasi, 2000 ; Sesil et *al.*, 2001 ; Kruse ; 2002) montrent l'existence d'un lien positif et significatif entre l'existence de l'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise. Selon Autenne (2005), « l'octroi de rémunération liée à la

performance de l'entreprise va inciter les travailleurs à adopter des comportements ayant un impact positif sur cette performance et donc sur le niveau de rémunération » (Autenne, 2005).

De leur part, Trebucp (2002) montre que pour les entreprises françaises il existe un lien positif entre l'actionnariat salarié et la performance des entreprises. En effet, les entreprises caractérisées par la présence de l'actionnariat salarié réalisent des performances supérieures par rapport aux autres entreprises.

En somme, la possibilité d'offrir aux salariés des actions gratuites de leur entreprise constitue une reconnaissance de rôle et compétence exercée. En devenant propriétaire, les salariés confirment également de leur confiance dans le devenir de l'organisation. Cela nous conduit à formuler l'hypothèse suivante :

H2 : l'actionnariat salarial aurait un impact positif sur la performance financière des entreprises.

1.2.2 Les investisseurs institutionnels et la performance financière

Le terme « *investisseur institutionnel* » est un investisseur qui gère les fonds d'une manière professionnelle à l'intérieur d'une organisation et qui réalise des investissements au profit d'une organisation ou d'un ensemble d'organisation (Bhagat et *al.*, 2004). Ce sont généralement : les banques, les sociétés de financement, les compagnies d'assurance, les fonds d'investissement, les caisses de retraite, les courtiers en valeurs mobilières, les fondations et les conseils en placements. Au cours de ces dernières décennies, les investisseurs institutionnels sont devenus aujourd'hui les principaux acteurs qui détiennent la fraction la plus importante des titres des entreprises cotées (aux États-Unis, 46,6 % en 1987 à 76,4 % en 2007).

Les travaux de Duggal et Millar (1999) montrent que la présence des institutions financières non bancaire impacte positivement la performance des entreprises. Aussi, Bianco et Casavola (1999) ont affirmé que la fraction du capital détenue par les institutions financières dans les petites entreprises contrôlées par des actionnaires individuels impacte positivement le rendement des investissements. En revanche, Mcconnell et Servaes (1990) amènent une étude sur un échantillon d'entreprises américaines. Les auteurs ont constaté l'existence d'une relation positive entre la présence des institutions financières et la performance des entreprises.

Cependant, d'autres recherches concluent l'absence d'une relation (ou relation non significative) entre la fraction du capital détenue par les investisseurs institutionnels et la performance des entreprises. Selon Boehmer (2000), le contrôle pratiqué par les banques ne permet pas toujours d'améliorer la valeur de l'entreprise. Même que ces dernières occupent une place fondamentale dans le financement des entreprises.

De leur part, Faccio et Lasfer (2000) ont confirmé l'absence de relation entre la présence des institutions financières et la performance des entreprises. La proportion du capital détenue par les fonds de pension n'a aucun effet sur la valeur de la firme.

En conclusion, les travaux empiriques semblent indiquer une relation positive entre la proportion du capital détenu par les investisseurs institutionnels et la performance financière, d'où l'hypothèse :

H3 : l'actionnariat institutionnel et financier aurait un impact positif sur la performance financière des entreprises.

1.2.3 L'actionnariat industriel

Les actionnaires industriels peuvent être liés à une minorité ou à un actionnaire majoritaire (dans le cas d'une filiale d'un groupe industriel). Ce type de partenariat existe principalement au Japon avec les « *keiretsus* », en Suède et en France avec des groupes industriels. Cette forme d'actionnariat peut présenter des inconvénients, à savoir le risque de perte de flexibilité et de difficultés de gouvernance. Au Japon, Hundley et Jacobson (1998) ont constaté que les membres de *keiretsu* affichaient moins de résultats à l'exportation par rapport aux non-membres. Toutefois, ce type de participation est généralement justifié pour des raisons stratégiques comme étant une coopération industrielle.

En revanche, l'actionnaire industriel s'inscrit donc dans un horizon à long terme. Sa présence au sein de l'actionnariat a une priorité favorable pour la performance, en raison de ses liens et échanges industriels associés. Plusieurs études empiriques indiquent une relation positive entre la présence de l'actionnariat industriel et la performance financière (Estrin et al., 2011 ; Bamiatzi et al., 2014). Cela nous amène à formuler l'hypothèse suivante :

H4 : la présence de l'actionnariat industriel aurait un impact positif sur la performance financière des entreprises.

1.2.4 L'actionnariat étatique

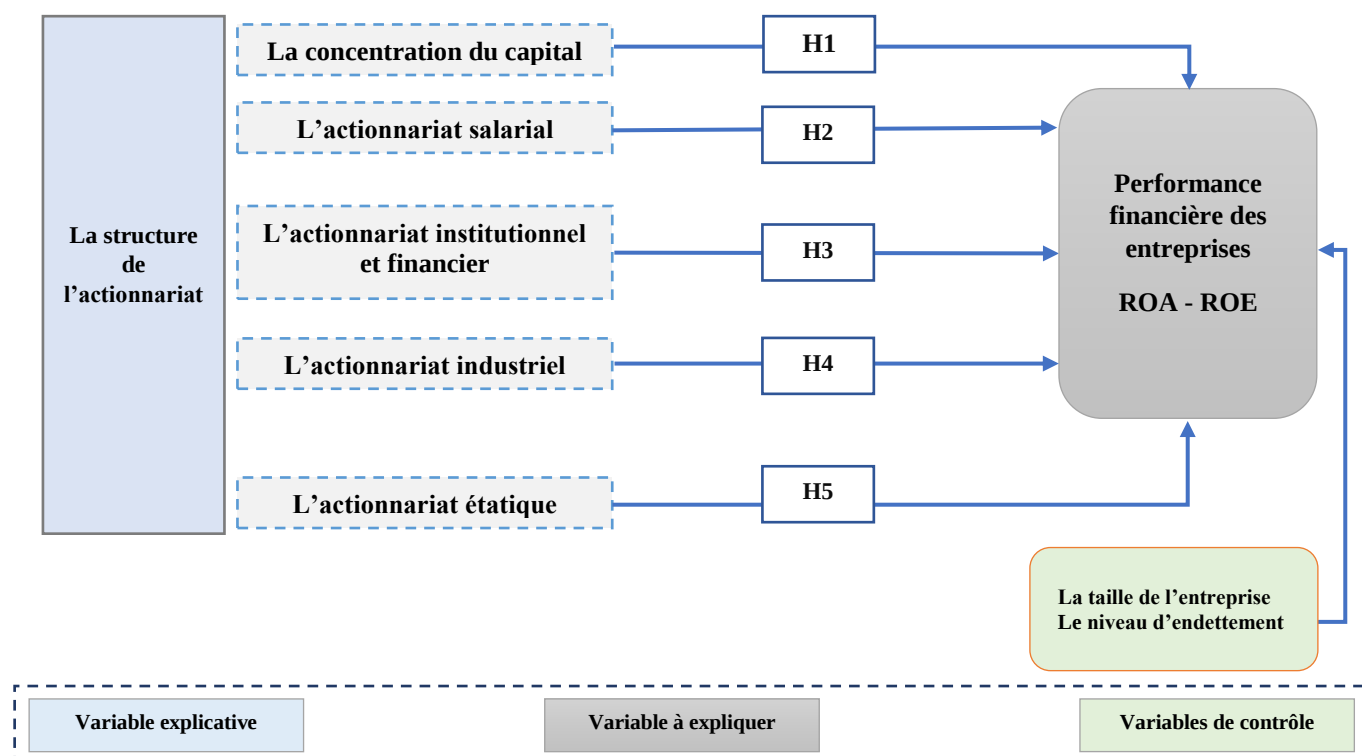
Dans le contexte français, la contribution de l'État tend à décliner, mais l'État reste un contributeur dans l'actionnariat de plusieurs grands groupes (Renault, EADS, orange...). Les entreprises dont l'État est l'un de ces actionnaires sont soumises à des coûts politiques. En effet, les pressions exercées par le gouvernement et les organismes de réglementation pour réduire les augmentations de prix, promouvoir l'emploi et le développement durable peuvent avoir un effet négatif à court terme sur la performance des entreprises. En outre, le choix du dirigeant peut répondre à des choix politiques plus tôt qu'à la volonté d'améliorer la performance de l'entreprise (Boycko et *al.*, 1996).

Cependant, dans le contexte chinois les recherches empiriques tendent à mettre en évidence un lien négatif entre la performance financière et la présence de l'État dans l'actionnariat des entreprises. Thomsen et Pedersen (2000) amènent une étude sur un échantillon de 435 grandes entreprises européennes, les auteurs constatent une relation négative entre la performance financière (mesuré par ROA et la valeur du marché) et l'actionnariat détenu par l'État. La plupart des études concluent à une relation négative entre la présence de l'actionnariat étatique et la performance financière des entreprises. Ce qui nous conduit à formuler l'hypothèse suivante :

H5 : la présence de l'actionnariat étatique aurait un effet négatif sur la performance financière des entreprises.

En somme, le modèle suivant résume les différentes hypothèses issues de notre revue de littérature :

Figure N° 1 : le modèle de recherche



Source : les auteurs

2. Méthodologie

Notre échantillon est composé de 31 sociétés marocaines cotées en bourse, opérant dans différents secteurs d'activité, sur une période de 5 ans (2014-2018). De même, nous avons éliminé de notre étude les banques et les sociétés de financements, puisqu'elles disposent d'une structure de l'actionnariat spécifique. Ce qui nous a permis de constituer un échantillon de 155 observations. Nous avons collecté manuellement les données d'actionnariat à partir des rapports annuels des entreprises, publiés sur le site de la bourse des valeurs de Casablanca. Par la suite, des régressions multiples ont été conduites pour confirmer ou réfuter les hypothèses formulées. De ce fait, nous avons régressé la performance financière sur les variables de la structure de l'actionnariat, tout en contrôlant l'endettement et la taille des entreprises.

2.1 Les critères de mesure des variables

2.1.1 Variable de la concentration de l'actionnariat

Dans la cadre de cette recherche, nous avons retenu trois variables pour mesurer la concentration de l'actionnariat à savoir : ACT-1, ACT-2 et ACT-3 qui mesurent respectivement le pourcentage du capital détenu par le premier, le deuxième et le troisième actionnaire.

2.1.2 Variables de la nature d'actionnariat

Pour mesurer l'impact du type d'actionnariat sur la performance financière, nous avons retenu les deux variables ; ACT-FIN et ACT-SALA qui mesurent respectivement le pourcentage d'actionnariat détenu par les investisseurs institutionnels, financiers, et les actionnaires personnelles. Aussi, nous avons retenu 2 variables binaires (ACT-ETAT, ACT-IND) pour mesurer la présence de l'actionnariat étatique et industriel dans la structure de l'actionnariat des entreprises. Ce type de classification est proche à celle retenue par Thomsen et Pedersen (2000), à condition que chaque variable englobe le pourcentage détenu par les actionnaires identifiés.

2.1.3 Variables de la performance financière

Afin de mesurer la performance financière des sociétés cotées, nous avons retenu des indicateurs comptables, à savoir le rendement des capitaux propres (ROE) et le rendement des actifs (ROA). Ces indicateurs ont été utilisés dans plusieurs travaux de recherche portant sur l'impact de la structure de l'actionnariat sur la performance financière des entreprises (Thomsen et Pedersen, 2000 ; Demsetz et Villalonga, 2001).

ROA : mesure l'efficacité de la direction dans l'utilisation des actifs.

$$ROA = \text{bénéfice net} / \text{actif total}$$

ROE : mesure l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise les fonds investis par les actionnaires

$$ROE = \text{bénéfice net} / \text{capitaux propres}$$

2.1.4 Variables de contrôle

Pour maîtriser les autres déterminants possibles qui peuvent avoir un effet sur la performance financière de l'entreprise non détectés par la structure de l'actionnariat, nous avons retenu les variables de contrôles utilisées dans des travaux empiriques antérieurs (Crashwell et *al.*, 1997 ; Sahut et Gharbi, 2010) à savoir ; la taille (TAILL) de l'entreprise mesurée par le

logarithme népérien du total de l'actif, et le niveau d'endettement de l'entreprise (ENDET) mesurée par le total de la dette divisé par le total des actifs.

Tableau N°1 : récapitulatif des variables utilisées

Variable	Définition
ACT1	Le pourcentage d'action détenu par le principal actionnaire
ACT2	Le pourcentage d'action détenu par le deuxième actionnaire
ACT3	Le pourcentage d'action détenu par le troisième actionnaire
ACT-FIN	Le pourcentage d'action détenu par les investisseurs institutionnel et financier
ACT-PERS	Le pourcentage d'action détenu par l'actionnariat personnel
ACT-IND	Variable binaire égale à 1 si l'actionnariat industriel est présente, 0 si non
ACT-ETAT	Variable binaire égale à 1 si l'actionnariat étatique est présente, 0 si non
ROA	Rentabilité des actifs
ROE	Rentabilité des fonds propres
TAILL	Taille mesurée par le logarithme népérien du total de l'actif
ENDET	Taux d'endettement de l'entreprise

Source : les auteurs

2.2 Méthodologie empirique

Afin d'évaluer la relation entre les variables relatives à la structure de l'actionnariat et la performance financière des entreprises marocaines cotées en bourse, nous utiliserons la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO). De ce fait, nous avons procédé à des régressions linéaires multiples pour tester les hypothèses de notre modèle de recherche, en utilisant le modèle multivarié suivant :

$$\text{PERF} = \text{Cte} + \beta_1 \text{STRUCT} + \beta_2 \text{Contr} + \mu \quad \text{Avec :}$$

PERF : la performance financière mesurée par ROA et ROE

STRUCT : les variables de la structure de l'actionnariat

Contr : les variables de contrôle.

Cte : la constante du modèle.

β : les paramètres inconnus (à estimer) du modèle.

μ : terme aléatoire (terme résiduel).

2.3 Analyse descriptive

Tableau N° 2 : Statistiques descriptives des variables

	Statistiques descriptives				
	Minimum	Maximum	Somme	Moyenne	Écart type
ACT1	,1602	,9768	47,9100	,515161	,1895210
ACT2	,0032	,4900	21,6648	,232955	,1034266
ACT3	,0000	,2180	9,8415	,105823	,0668288
ACT-FIN	,0000	,5453	112,427	,120889	,1367097

ACT-PERS	,0000	,7528	9,5952	,103174	,2013889
ACT-INDU	0	1	60	,65	,481
ACT-ETAT	0	1	32	,34	,478
TAILL	7,24	10,35	842,71	90 614	,77 240
END	,0060	22,1602	53,8834	,579391	2,2768844
ROA	-,6260	64 790	115 480	,124 172	,6 796 405
ROE	-34 150	13 126	54 907	,059040	,4 835 574

Source : les auteurs

D'après le tableau (2), nous constatons que la fraction du capital détenu par le premier actionnaire (le principal actionnaire) s'élève en moyenne à 51,51 %, ce qui montre que les entreprises marocaines ont une forte concentration du capital. De même, les trois premiers actionnaires détiennent en moyenne plus de 80 % du capital. Quant à l'actionnariat industriel, elle est relativement importante avec une contribution moyenne de 65 % du capital, tandis que l'actionnariat étatique s'établit à 34 % du capital. Nous constatons également que l'actionnariat financier et personnel détient respectivement en moyenne 12,08 % et 10,31 % du capital.

En d'autres termes, nous constatons une forte dispersion des observations. La concentration du capital entre les mains du premier actionnaire s'étend à une valeur minimum de 16,02 % à une valeur maximum de 97,68 %. Aussi, les entreprises de notre échantillon réalisent en moyenne un rendement d'actifs de 12,41 %, ainsi qu'une grande disparité soulignée par la valeur de l'écart-type (0,67). Par rapport au rendement des capitaux propres, il s'élève en moyenne à 5,9 %, avec une dispersion de 0,48.

En ce qui concerne les variables de contrôle, il apparaît que les entreprises de notre échantillon présentent en moyenne un taux d'endettement important qui s'élève à 57,93 %, avec une volatilité importante de 2,27. Tandis que pour la taille notre échantillon mesuré par le logarithme népérien du total des actifs s'élève à une valeur de 90 614.

Tableau N° 3 : la présentation de la corrélation des variables

	ACT1	ACT2	ACT3	ACT-FIN	ACT-SALA	ACT-ETAT	ACT-IND	TAILL	ENDET	ROA	ROE
ACT1	1										
ACT2	-0,2255	1									
ACT3	-0,6844	-0,0096	1								
ACT-FIN	-0,3377	-0,037 1	0,611 2	1							
ACT-SALA	-0,3458	-0,2027	0,0650	-0,1542	1						
ACT-ETAT	0,054 7	0,032 6	0,117 9	0,229 7	0,020 2	1					

ACT-IND	-0,3972	-0,0324	0,4761	0,3486	0,0306	0,1114	1			
TAILL	0,1454	-0,0794	0,0716	-0,1033	-0,0091	0,3843	-0,3555	1		
ENDET	-0,1183	-0,026 7	0,050 1	0,214 6	-0,014 9	-0,081 1	0,078 7	-0,246 3	1	
ROA	-0,1477	-0,006 6	0,092 6	0,231 1	-0,007 0	-0,073 7	0,089 2	-0,227 5	0,0977	1
ROE	-0,1258	0,053 8	0,191 4	0,062 3	0,014 8	0,060 6	0,053 3	0,110 0	0,005 2	0,101 3 1

Source : les auteurs

L'analyse de l'adéquation des variables explicatives est réalisée par le test de multi-colinéarité bivarié. En effet, ce test permet de mettre en évidence les éventuelles corrélations entre les variables indépendantes, leur intensité et leur direction. De ce fait, une analyse de coefficient de corrélations de Pearson est menée pour l'ensemble des variables explicatives. Selon Kervin (1992), des problèmes sérieux de multi-colinéarité commencent généralement à s'observer dans le cas où le coefficient de corrélation dépasse la limite de 0,7. Le tableau 3 retrace les matrices des coefficients de corrélation de Pearson entre les différentes variables indépendantes. À la lecture de cette matrice, les valeurs du coefficient de corrélation de toutes les relations affichent des valeurs inférieures à 0,7. Nous pouvons ainsi prouver l'absence de tout problème de colinéarité entre les variables explicatives.

3. Présentations des résultats

Nous présentons dans cette partie les résultats relatifs à la relation entre la structure de l'actionnariat et la performance financière. Dans un premier lieu, nous exposons les résultats relatifs au lien entre la concentration d'actionnariat et la performance financière. Par la suite, les résultats concernant la relation entre la nature d'actionnariat et la performance financière.

3.1 La concentration d'actionnariat et performance financière.

Afin de tester la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière, nous avons procédé à des régressions linéaires entre les niveaux de détention du capital par les trois premiers actionnaires (ACT1, ACT2, et ACT3) et la performance financière mesurée par le ROA et le ROE, tout en contrôlant la taille et le niveau d'endettement des entreprises. Comme le montre le modèle suivant :

$$\text{PERF} = \beta_0 + \beta_1 \text{ACT1} + \beta_2 \text{ACT2} + \beta_3 \text{ACT3} + \beta_4 \text{TAILL} + \beta_5 \text{END} + \varepsilon$$

Tableau N° 4 : régression liant la concentration de l'actionnariat et la performance financière

Variable indépendante	Variables dépendantes	
	ROA (1)	ROE (2)
Constante	-0.223 (t= -1.145)	-0,771 (t= -1.159)
ACT1	0.003 (t= 0.027)	0.008 (t= 0.019)
ACT2	0.139 (t= 0.918)	0.306 (t= 0.593)
ACT3	0.442 (t= 1.378)	1.340 (t= 1.223)
TAILL	0,011 (t= 0,524)	0,067 (t= 0,963)
END	0.292 (t= 43.337)	0.005 (t= 0.226)
R ²	0,559	0,351
R –ajusté	0,516	0,324
F- Statistic	40.560	0.927
T de Student au risque de 5 % et 10 %	1.663 et 1.291	

Source : les auteurs

Nous remarquons d'après les résultats de la régression (1) que la qualité globale du modèle affiche une statique de Fischer de 40,56 avec une probabilité de 5%. Ce montre que le modèle est globalement satisfaisant. De ce fait, nous pouvons accepter l'hypothèse alternative selon laquelle il existe en moins une variable exogène qui explique la variation de la variable endogène. Tandis que le modèle (2) apparaitre une statistique de Fischer de 0,927, ce qui justifie une faible pertinence du modèle.

De plus, le coefficient de détermination pour le premier modèle affiche une valeur satisfaisante de 0,559, ce qui montre que le modèle est globalement significatif au seuil de de 5%. Alors que, le coefficient de régression de l'équation (2) R² ajusté =0,051 indique une faible association entre la concentration du capital et le rendement des capitaux propres (ROE).

En revanche, nous avons régressé la performance financière sur le pourcentage du capital détenu par les trois premiers actionnaires (tableau 5). Les résultats montrent l'existence d'une relation négative et non significative entre la fraction du capital détenu par les trois principaux actionnaires et la performance financière.

Tableau N° 5 : la fraction du capital détenu par les trois premiers actionnaires et la performance financière

Variable indépendante	Variables dépendantes	
	ROA	ROE
Constante	-0.134 (t= -0,695)	-0,522 (t= -1.159)
ACT123	-0,040 (t= -0,412)	-0,153 (t= 0,019)
TAILL	0,014 (t= 0,672)	0,078 (t= 0,963)
END	0.293 (t= 42.788)	0.006 (t= 0.226)
R ²	0,657	0,416
R ² ajusté	0,655	0,318
F Statistic	53.791	3.471
T de Student au risque de 5 % et 10 %	1.662 et 1.291	

Source : les auteurs

Les résultats de notre étude concluent l'absence d'une relation significative entre la concentration de l'actionnariat et la performance financière mesurée par le ROA et le ROE. Ce qui n'est pas conforme avec les travaux de Denis et Mc-connell (2003), qui ont prouvé que la concentration de l'actionnariat permet de diminuer les coûts d'agences engendrés par les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires.

En somme, les résultats de notre recherche rejoignent celle de plusieurs auteurs (Demsetz et Lehn, 1985 ; Gadhoul et Zeghal ; 2000 ; Thomsen et *al.*, 2006 ; Rogers et *al.*, 2007 ; Vera et Udego, 2007 ; Rogers et *al.*, 2007 ; Lazarides et *al.*, 2009 ; Yves et *al.*, 2014 ; Ducassy et Montandreaux, 2015), qui ont montré que la concentration de l'actionnariat n'a aucune influence sur la valeur de la firme. En effet, la valeur de l'entreprise nous semble essentiellement liée à l'environnement et aux conditions d'exploitation de l'entreprise. Dans le même sens, nous remarquons que ce résultat peut se justifier par la littérature consacrée à la thèse de la neutralité de Demsetz et Lehn (1985). En effet, cette théorie stipule que toutes les structures de l'actionnariat (concentré ou dispersé) sont équivalentes.

À la lumière de ces résultats, notre hypothèse H1 se trouve donc **non validée**.

3.2 La nature de l'actionnariat et la performance financière.

En complément de l'analyse sur la concentration de l'actionnariat, nous avons évalué la relation entre la nature de l'actionnariat et la performance financière. En effet, nous avons procédé à des régressions linéaires entre la performance financière et la proportion du capital détenu par chaque type d'actionnaire tout en contrôlant la taille et le niveau d'endettement des entreprises. Comme le montre le modèle suivant :

$$\text{PERF} = \beta_0 + \beta_1 \text{SALA} + \beta_2 \text{FIN} + \beta_3 \text{DOM} + \beta_4 \text{ETR} + \beta_5 \text{INDU} + \beta_6 \text{ETAT} + \beta_7 \text{END} + \beta_8 \text{TAILL} + \beta_9 \text{END} + \varepsilon$$

Tableau N° 6 : L'impact de la nature de l'actionnariat sur la performance financière

Variable indépendante	Variables dépendantes	
	ROA	ROE
Constante	-0.226 (t= -0,967)	-0,678 (t= -0,858)
ACT SALA	0,175 (t= 2,321)	0,173 (t= 2,544)
ACT FIN	-0.031 (t= -0.156)	-0.565 (t= -0.851)
ACT INDU	0.089 (t= 2.170)	0.185 (t= 2.010)
ACT ETAT	-0.028 (t= -0.741)	-0.040 (t= -0.304)
TAILL	0,030 (t= 1.167)	0,140 (t= 1.631)
END	0.293 (t=40.704)	0.013 (t= 0.517)
R ²	0,658	0,549
R ² ajusté	0,654	0,532
F- Statistic	40.577	32.547
T de Student au risque de 5 % et 10 %	1.663 et 1.292	

Source : les auteurs

Le tableau (5) présente les résultats de régression de type de Panel liant la performance financière à la nature de l'actionnariat. Nous avons introduit dans cette régression la présence ou le pourcentage du capital détenu par chaque type d'actionnariat (institutionnel et financier, personnel, industriel et étatique) afin de tester l'effet de chaque type d'actionnariat sur la performance financière.

Les résultats de cette régression indiquent que l'actionnariat salarial exerce un effet positif et significatif sur la performance financière. En effet, ce résultat rejoint les travaux ultérieurs de plusieurs auteurs, selon lesquels l'existence des salariés dans la structure de l'actionnariat d'une entreprise permet de réduire les coûts d'agence et favorise la collaboration entre les

salariées et les actionnaires (Kruse et Blasi, 2000 ; Sesil et *al.*, 2001 ; Desbrières, 2002 ; Gamble et *al.*, 2002 ; Kruse, 2002 ; Autenne, 2005 ; Florackis et *al.*, 2009 ; Nicolas et *al.*, 2016, Loulid et El kout, 2020).

De même, les résultats montrent que les coefficients de ACT INDU sont positifs et significatifs par rapport aux ROA et ROE, à un degré de significativité de 5 % et 10 %. Ce qui confirme que la présence de l'actionnariat industrielle impacte positivement la performance financière des entreprises cotées en bourse. En effet, ce résultat rejoint celui trouvé dans les travaux empiriques d'Estrin et *al.*, (2011) et Bamiatzi et *al.*, (2014), et qui indique une relation positive entre la présence de l'actionnariat industriel et la performance financière. Donc nos hypothèses H2 et H4 se trouvent alors validées.

En ce qui concerne l'effet de l'actionnariat institutionnel et financier sur les variables de la performance financière, les résultats de notre recherche montrent une relation non significative entre le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels et la performance financière. Ce qui montre que la présence des investisseurs institutionnels et financiers n'a pas d'impact significatif sur la performance financière mesurée par le ROA et le ROE. Ce résultat confirme celui de Boehmer (2000), Faccio & Lasfer (2000) et Bousetta (2019), qui ont confirmé la thèse de passivité des investisseurs institutionnels et financiers. Selon les auteurs, ce type d'investisseurs intéressent au rendement à court terme de leurs participations au détriment d'une implication active dans la gestion des entreprises (Bughin, 2011, Bousetta, 2019). Notre hypothèse H3 se trouve alors non validée.

En dernier lieu, les résultats de notre recherche montrent une association négative et non significative entre la présence de l'État dans la structure du capital et la performance financière des entreprises du marché financier marocain. Ce qui est non consistant avec les travaux de Thomsen et Pedersen (2000), qui confirment une relation négative entre la performance financière (mesuré par ROA et la valeur du marché) et l'actionnariat détenu par l'État. De plus, ce résultat peut s'expliquer par la faible participation de l'État dans la structure actionnariat des entreprises marocaines cotées en bourse.

De ce fait, il devient plus important de s'interroger sur le rôle de l'État dans la structure du capital de ces entreprises. Cette question a fait apparaître plusieurs rapports internationaux (OCDE, BAD, BM) formulant un ensemble de critiques à l'État en sa qualité d'actionnaire. Ils affirment, par exemple, que le contrôle de l'État répond à une succession complexe de

détention impliquant différents pouvoirs. Cependant, l'interférence politique et le relâchement des responsabilités entre les différentes administrations de contrôle peuvent provoquer une incohérence et un relâchement des responsabilités, conduisant finalement à une préférence négative pour leur intervention dans les organes de gouvernance des entreprises dans lesquelles ils détiennent des parts (Bousetta, 2019).

À la lumière de ces résultats, nous pouvons confirmer l'hypothèse H5, qui stipule que l'actionnariat étatique a un effet négatif sur la performance financière.

Conclusion

L'objectif de cette recherche était d'étudier la relation entre la structure de l'actionnariat et la performance financière dans le contexte marocain. Plus particulièrement, nous avons analysé l'impact de la structure de l'actionnariat (concentration du capital et la nature des actionnaires) sur la performance financière mesurée par le ROA et ROE, pour un échantillon de 31 entreprises marocaines cotées en bourse sur la période 2014-2018.

Notre étude sur la structure de l'actionnariat des entreprises marocaines cotées en bourse nous permet de mettre en exergue les principaux résultats suivants : d'abord, nous constatons l'absence de relation significative entre la concentration du capital et la performance financière mesurée par le ROA et ROE. Ce résultat corrobore la thèse de la neutralité soutenue par Demsetz (1983), qui stipule que toutes les structures de l'actionnariat sont équivalentes. Également, nos résultats convergent avec les conclusions de plusieurs recherches présentant des résultats qui vont dans le sens de cette théorie (Gadhoud et Zeghal, 2000 ; Thomsen et *al.*, 2006 ; Bresil, Rogers et *al.*, 2007).

Ensuite, les résultats relatifs au lien entre la nature de l'actionnariat et la performance financière montrent que la présence des actionnaires de type salarial et industriel impacte significativement la performance financière des entreprises marocaines cotées en bourse. Ce qui est consistant avec les résultats montrés dans les travaux de plusieurs chercheurs (Kruse et Blasi, 2000 ; Sesil et *al.*, 2001 ; Kruse ; 2002 ; Autenne 2005 ; Estrin et *al.*, 2011 ; Bamiatzi et *al.*, 2014). De même, la présence des investisseurs institutionnels et financiers n'a pas d'impact sur la performance financière des entreprises cotées en bourse mesurée par le ROA et le ROE. Ce qui confirme le constat de Boehmer (2000), et Faccio & Lasfer (2000), qui ont

confirmé l'absence de relation significative entre la présence des institutions financières et la performance financière des entreprises.

Cependant, les résultats de notre recherche montrent l'absence d'une relation significative entre l'actionnariat étatique et la performance financière des entreprises marocaines cotées en bourse. Ce résultat est contradictoire avec celui trouvé par Boycko et *al.*, 1996 ; Thomsen et Pedersen, 2000), qui suggèrent que la présence de l'État dans la structure du capital d'une entreprise impacte négativement la performance financière.

En revanche, cette recherche présente certaines contributions. D'abord, notre contribution vient renforcer et compléter les preuves empiriques qui confirment l'effet de la structure de l'actionnariat sur la performance financière des entreprises marocaines. Ensuite, cette recherche nous a permis d'identifier les dimensions de la structure de l'actionnariat qui influencent la performance financière des entreprises marocaines cotées en bourse.

Par ailleurs, notre contribution présente quelques limites. D'abord, la forte concentration de la structure du capital de notre échantillon nous amène à adopter l'hypothèse de la stabilité de la structure de l'actionnariat durant notre période d'étude ce qui peut avoir un impact sur les résultats. Ensuite, la prise en compte d'une durée d'étude de 5 ans pourrait générer des effets négatifs sur les résultats.

Également, différentes pistes d'amélioration et d'analyses complémentaires sont possibles dans l'approfondissement de ce travail de recherche. D'abord, sur le plan méthodologique, il est nécessaire de prendre en compte l'existence d'une relation endogène entre la structure de l'actionnariat et la performance financière. Ensuite, pour mieux cerner la relation entre la concentration et la nature de l'actionnariat, une étude sur la nature des actionnaires (deuxièmes et troisièmes) serait envisageable. En dernier lieu, il est nécessaire de prendre en compte d'autres facteurs de gouvernance tels que les caractéristiques du dirigeant et le conseil d'administration.

Bibliographie

- Autenne, A. (2005).** Analyse économique du droit de l'actionnariat salarié: apports et limites des approches contractualiste, néo-institutionnaliste et comparativiste de la gouvernance d'entreprise. Bruylant.
- Ayadi, W. M. (2013),** « Mécanismes de gouvernance et qualité de l'audit externe: le cas français », *La revue gestion et organisation*, 5(2), 183-195.

- Bamiatzi V., Cavusgil S. T., Jabbour L., et Sinkovics R. (2014)**, « Does business group affiliation help firms achieve superior performance during industrial downturns? An empirical examination », *International Business Review*, vol. 23, n° 1, p. 195-211.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F., & Zimmermann, H. (2004)**. Is board size an independent corporate governance mechanism?. *Kyklos*, 57(3), 327-356.
- Berle A., & Means, G. (1932)**, « The Modern Corporation and Private Property, Harcourt, Brace and World, New York.
- Bhagat, S., Black, B., & Blair, M., (2004)**, « Relational Investing And Firm Performance », *Journal of Financial Research*, Vol.27, pp 1–30.
- Bianco, M., & Casavola, P. (1999)**, Italian corporate governance : Effects on financial structure and firm performance. *European Economic Review*, 43(4-6), 1057-1069.
- Boehmer, E. (2000)**. Corporate governance in Germany: Institutional background and empirical results. Available at SSRN 157823.
- Boubaker, A. & El houcine, R. (2013)**. La structure de propriété et la politique de rachat d'actions en France. *La Revue Gestion et Organisation*, 5 (2), 159-166.
- Bousetta, M. (2019)**. L'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance des entreprises marocaines cotées. *IJBTSR International Journal of Business and Technology Studies and Research*, 1(2), 10 pages. doi:10.5281/zenodo.3570951
- Boycko M., Shleifer A., et Vishny R. W. (1996)**. « A theory of privatisation », *The Economic Journal*, p. 309-319.
- Charreaux G. et Desbrières P. (1998)**, « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, p. 57-88.
- Chen, C., Cheng, C., HE, J. et al. (1997)**, An Investigation of the Relationship between International Activities and Capital Structure. *J Int Bus Stud* 28, 563–577 (1997). <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490111>
- De Andres, P., Azofra, V., & Lopez, F., 2005**, “Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol.13, pp 197-210.
- Demsetz H. & Lehn K. (1985)**, « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, n° 6, p. 1155-1177.
- Denis, D.K., & Mcconnell, J.J., (2003)**, « International Corporate Governance », *ECGI – Working Paper n°05*, in LOUIZI A. « les déterminants d'une bonne gouvernance et la performance des entreprises Française : études empiriques », avril 2011.
- Desbrieres, P. (2002)**. Les actionnaires salariés. *Revue française de gestion*, (5), 255-281.

- Ducassy, I., & Montandrou, S. (2015)**, « Corporate social performance, ownership structure, and corporate governance in France », *Research in International Business and Finance*, 34, 383-396.
- Duggal, R., & Millar, J. A. (1999)**, Institutional ownership and firm performance: The case of bidder returns. *Journal of Corporate Finance*, 5(2), 103-117.
- Estrin, S., & Prevezer, M. (2011)**. The role of informal institutions in corporate governance: Brazil, Russia, India, and China compared. *Asia Pacific journal of management*, 28(1), 41-67.
- Faccio, M., & Lasfer, H. P., (2000)**, « Separation of Ownership from Control: An Analysis of Ultimate Ownership in Western Europe », *The Chinese University of Hong Kong*.
- Florackis C., Kostakis A., et Ozkan A. (2009)**, « Managerial ownership and performance. », *Journal of Business Research*, vol. 62, n° 12, p. 1350-1357.
- Frederec H. (2012)**, « l'analyse des investisseurs institutionnels et la régulation de la finance : cadre d'analyse communseïn », *cahiers d'économie politique* N° 62, 2012.
- Gadhoun, Y., & Zéghal, D. (2000)**. Demystifying the illusion of the positive effects of ownership concentration on corporate performance.
- Gamble J., (2002)** « Management commitment to innovation and esop stock concentration » *Journal of Business Venturing*, vol. 15,2000, p. 433-447.
- Garfatta R. (2010)**, « Actionnariat salarié et création de valeur dans le cadre d'une gouvernance actionnariale et partenariale : application au contexte français ». Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bourgogne.
- Gorton, G., & Schmid, F. A. (2000)**. Universal banking and the performance of German firms. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 29-80.
- Hilmi, Y. (2014)**. Degré d'intégration de l'audit interne et performance des entreprises marocaines/cas de la région de rabat-sale-Zemmour-Zaïr.
- Holderness, C.G., (2003)**, « A Survey of Blockholders and Corporate Control », *Economic Policy Review*, Vol.9, pp 51–63.
- Hundley G et Jacobson C. K. (1998)**, « The Effects of The Keiretsu on The Export Performance of Japanese Companies: Help or Hindrance? », *Strategic Management Journal*, vol. 19, n° 10, p. 927–937.
- Kapopoulos, P., & Lazaretou, S. (2007)**. Corporate ownership structure and firm performance: evidence from Greek firms. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 144-158.
- Kervin J. B., (1992)**, « Methods for busieness research», New York: Harpet Collins.
- Kruse, D. (2002)**, “Research Evidence on the Prevalence and Effects of Employee Ownership”, *Journal of Employee Ownership, Law and Finance*, 14(4), 65-90.

- Kruse, D. L., Blair, M. M., & Blasi, J. (2000).** Employee ownership: an unstable form or a stabilizing force?. Available at SSRN 142146.
- Lazarides, T., Drimpetas, E., & Dimitrios, K., 2009,** “Ownership Structure in Greece: Impact of Corporate Governance”, *Journal of Corporate Governance*, Vol.8, pp 75-90.
- Louizi A. (2011),** « les déterminants d’une bonne gouvernance et la performance des entreprises Française : études empiriques », avril 20110.
- Loulid , A. et El khou, T. (2020),** « L’ effet de la structure de l’actionnariat sur la performance financière des entreprises: Cas des entreprises marocaines cotées », *International Journal of Management Sciences*. 3, 3 (Aug. 2020).
- Madani, W. & Khlif, W. (2010).** Effets de la structure de propriété sur la performance des entreprises tunisiennes. *La Revue des Sciences de Gestion*, 243-244(3-4), 63-70. <https://doi.org/10.3917/rsg.243.0063>
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R.W., (1998),** « Management Ownership and Market Valuation », *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp 293–315.
- Mtanios R. et 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*, volume2, N° 4, décembre 1999, P. 157-179.
- Nicolas A., Virgile C., et Xavier H., (2016),** « Actionnariat salarié, gouvernance et performance de la firme : une étude de cas économétrique portant sur un groupe français coté », *Revue d'économie industrielle*, 154 | 2016, 151-176.
- Rogers, P., Dami, A.T, Ribeiro, K.C., & DE Sousa A.F., (2007),** « Corporate Governance and Ownership Structure in Brazil: Causes and Consequences », *Journal of Corporate Ownership & Control*, Vol.5, pp 21–30.
- Sahut, J. M., & Gharbi, H. O. (2010).** Institutional investors' typology and firm performance: The case of French firms. *International Journal of Business*, 15(1), 33.
- Schmid, M., (2003),** « Managerial Incentives and Firm Valuation Evidence from Switzerland », *University of Basel Department of Finance, Working Paper* n°8.
- Sesil J., Kruse D. and Blasi J. (2001),** « Sharing ownership via employee stock ownership », United Nations University, WIDER, Discussion paper n° 2001/25.
- Smith M.P, (1996),** « Shareholder activism by international investors : evidence from calpers », *Journal of finance*, Vol. 51, N°1, 1996, pp 227–252.
- Thomsen S. et Pedersen T. (2000),** « Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies », *Strategic Management Journal*, vol. 21, p. 689-705.
- Thomsen S., Pedersen T. et Kvist H.K. (2006),** « Blockholder Ownership: Effects on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems », *Journal of Corporate finance*, vol. 12, p. 246-269.

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

Wiem elmanaa M. et Wafa Khlif (2010), « Effets de la structure de propriété sur la performance des entreprises tunisiennes », *La Revue des Sciences de Gestion* 2010/3 (n° 243-244), p. 63-70.

Yves M., Sylvain M. & Fabien R. (2014), « Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie* [En ligne], 17-4 | 2014, mis en ligne le 26 mars 2015, consulté le 23 décembre 2019. URL : <http://journals.openedition.org/fcs/1559> ; DOI : 10.4000/fcs.1559

Zéghal, D. M., Chtourou, S., & Fourati, Y. M. (2006). 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.