

# Effet de la propriété institutionnelle sur la gouvernance des firmes non financières

## Effect of institutional ownership on the governance of non-financial firms

**HAJI Aboubakre**

Doctorant

La faculté Polydisciplinaire de Khouribga

Université Hassan 1<sup>er</sup> –Maroc

Laboratoire de Recherche en Economie, Management et Communication (LAREMCOM)

**haji.aboubakre@gmail.com**

**MAJDI Toufik**

Professeur de l'enseignement supérieur

Faculté Polydisciplinaire de Khouribga-Maroc

Laboratoire de Recherche en Economie, Management et Communication (LAREMCOM)

**majditoufik@yahoo.fr**

**IZZA Issam**

Professeur de l'enseignement supérieur

Faculté Polydisciplinaire de Khouribga-Maroc

Laboratoire de Recherche en Economie, Management et Communication (LAREMCOM)

**izzaissam@gmail.com**

**Date de soumission** : 07/09/2020

**Date d'acceptation** : 09/10/2020

**Pour citer cet article** : HAJI.A & al (2020) « Effet de la propriété institutionnelle sur la gouvernance des firmes non financières », Revue Française d'Economie et de Gestion « Volume 1 : Numéro 4 » pp : 140 -157

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

Attribution License 4.0 International License



## Résumé

L'objectif de notre étude est d'examiner l'impact de l'actionnariat institutionnel sur la gouvernance des sociétés marocaines cotées. Sur la base d'un échantillon de 30 entreprises non financières cotées à la bourse de Casablanca durant la période (2016-2019), nous avons élaboré deux modèles économétriques afin de tester l'effet de la propriété institutionnelle sur la performance et la gouvernance des sociétés de notre échantillon. Les scores de gouvernance sont élaborés en s'inspirant de l'indice de « Globe and mail » tandis que la performance est mesurée par l'indicateur de capitaux propres (ROE).

Les résultats montrent que la propriété institutionnelle affecte positivement la qualité de la gouvernance sans pour autant contribuer à la performance des firmes partenaires. Ainsi, l'examen empirique du marché boursier révèle une diversité aussi bien dans la nature que la dimension des sociétés partenaires des investisseurs institutionnels. Les résultats trouvés invitent à la réflexion quant aux raisons et les motivations qui animent le comportement des investisseurs institutionnels dans le capital des firmes non financières au Maroc.

**Mots-clés :** Propriété institutionnel ; Performance ; Gouvernance ; Partie prenante ; Conseil d'administration

## Abstract :

The objective of our study is to examine the impact of institutional shareholding on the governance of listed Moroccan companies. Based on a sample of 30 non-financial companies listed on the Casablanca stock exchange during the period (2016-2019), we developed two econometric models to test the effect of institutional ownership on the performance and governance of Companies in our sample. Governance scores are developed based on the Globe and Mail index while performance is measured by the Equity Index (ROE). The results show that institutional ownership positively affects the quality of governance without contributing to the performance of partner firms. Thus, empirical examination of the stock market reveals diversity in both the nature and the size of the partner companies of institutional investors. The results found invite reflection on the reasons and motivations driving the behavior of institutional investors in the capital of non-financial firms in Morocco.

**Keyword :** Institutional ownership ; Performance ; Governance ; Stakeholder ; Board of Directors

**Introduction :**

Depuis les travaux de (Berle & Means, 1932), la séparation des fonctions au sein des sociétés managériales a toujours été l'origine des problèmes d'agence liés à la divergence d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires. Cette problématique a fait l'objet d'innombrables travaux sous le vocable de la gouvernance d'entreprise.

(Jensen & Meckling, 1976) fournissent un cadre d'analyse à cette problématique en élaborant la théorie positive de la gouvernance. Celle-ci prévoit un ensemble de mécanismes disciplinaires pour limiter les risques d'appropriation de la rente et de spoliation des intérêts des actionnaires par les dirigeants.

Au-delà de cette vision classique, la gouvernance s'est développée au fil du temps pour se voir attribuer des dimensions aussi bien partenariales que comportementales et cognitives. La création de valeur se place alors au cœur des préoccupations de ces nouvelles théories. Celle-ci n'est plus uniquement l'apanage des actionnaires, mais revient à toutes les parties prenantes de l'entreprise (Tahrouch et al., 2019). En plus, maximiser la valeur partenariale va au-delà de la simple approche coercitive à une vision intégrant les biais comportementaux et cognitifs.

Bien que la théorie de gouvernance ait connu des développements remarquables, les crises et scandales financiers récents ont révélés des insuffisances importantes au niveau des mécanismes de contrôle des dirigeants. Ces derniers tentent d'échapper à la surveillance et cherchent même parfois d'éliminer les dispositifs de gouvernance. Un tel comportement incite certains partenaires de la firme, notamment financiers à se lancer dans le contrôle direct de ce dernier afin de préserver leurs intérêts.

Depuis leur apparition dans les années 1990, les investisseurs institutionnels ont fait l'objet d'une littérature assez abondante. La question centrale relevée dans ces recherches se rapporte à l'influence de ces nouveaux actionnaires sur la gouvernance de l'entreprise (Lacoste et al., 2009).

Ainsi, l'apport de ces investisseurs au système de gouvernance de la firme s'observe tant en matière de la divulgation d'information (Borochin & Yang, 2017) que du contrôle des dirigeants (Charreaux & Desbrières, 2001). Certains auteurs sont même allés considérer que les investisseurs institutionnels s'impliquent dans des décisions stratégiques de l'entreprise lorsqu'ils ne sont pas satisfaits des résultats de la direction.

Même si une bonne partie de ces recherches assimile ces investisseurs à un groupe homogène (Graves & Waddock, 1994) partageant les mêmes objectifs (Sahut et Gharbi, 2010), l'examen empirique révèle des conclusions différentes. L'actionnariat d'un investisseur institutionnel est loin d'être univoque. Ces derniers ont des comportements différents qui varient d'une attitude passive à un activisme institutionnel.

Dans le contexte marocain, les investisseurs institutionnels se sont advenues des acteurs incontournables dans le paysage financier. Ils détiennent un portefeuille de participation important et varié. Bien qu'ils soient souvent convoités par certaines sociétés en raison des ressources financières qu'ils apportent, d'autres les diabolisent et les réfutent en raison de leur impact sur la structure organisationnelle et le construit social de celles-ci.

De par leur poids important dans le marché boursier marocain, nous pensons qu'il serait judicieux d'accorder un intérêt tout particulier à ce type d'investisseurs. Cet article cherche à mettre en évidence le rôle joué par ces derniers dans le style de gestion et de gouvernance des sociétés cotées à la bourse de Casablanca. Pour ce faire, nous tenterons de répondre à la problématique suivante: **Les investisseurs institutionnels influencent-ils le système de gouvernance des sociétés marocaines cotées ?**

Afin de répondre à cette question, nous nous arrêtons dans un premier temps sur le cadre théorique du sujet tout en énonçant les hypothèses du travail. Dans un second temps, nous tenterons démontrer le lien conceptuel entre la propriété institutionnelle et la gouvernance. Enfin nous étudierons empiriquement le lien de causalité entre les variables de notre recherche.

## **1. Le comportement des investisseurs institutionnels : États d'art**

### **1.1. L'attitude active des actionnaires institutionnels :**

La littérature prônant la latitude active des actionnaires institutionnels a été amplement développée dans le contexte des sociétés américaines. Les premières recherches sur ce phénomène étaient globalisantes se limitant à l'impact de la propriété institutionnelle sur la performance globale (Chaganti & Damanpour, 1991; Graves & Waddock, 1994) parmi tant d'autres). Ensuite, d'autres auteurs se sont remis à classifier ces investisseurs en fonction du niveau de leurs participations dans le capital des sociétés non financières (Del Guercio, 1996;

Useem et al., 1993). Jusqu'à ces dates, ces recherches étaient très peu concluantes et n'avaient pas une grande portée scientifique.

L'activisme de la propriété institutionnel ne semble trouver sa pleine signification qu'après avoir été relié à la performance financière des entreprises. En s'inspirant de (Ryan & Schneider, 2003), nous pouvons définir l'attitude active des investisseurs institutionnels comme un pouvoir d'influence sur la gestion et les résultats d'une entreprise d'un portefeuille donné.

Dans cette perspective, les actionnaires institutionnels tendent à contrôler sévèrement les équipes dirigeantes de leurs firmes partenaires. Afin d'améliorer la performance de leurs portefeuilles d'actions, tentent d'influencer les résultats à travers l'implication dans les orientations stratégiques de la firme ou encore indirectement par le biais de la gouvernance. De là, nous pouvons formuler la première hypothèse de ce travail: **l'activisme institutionnel impacte significativement la performance financière des sociétés marocaines cotées ?**

## 1.2. L'attitude passive des investisseurs institutionnels :

La thèse de passivité de la propriété institutionnelle suppose un manque d'incitation à surveiller les actions des dirigeants (Sahut & Gharbi, 2010). Généralement, ces acteurs détiennent des parts spéculatifs et sont plus attirés par des rendements de court terme. Ils sont plutôt intéressés par les rendements boursiers que par leurs origines. Une telle attitude ne valorise pas l'entreprise, bien au contraire, elle peut même être source de perte de valeur.

Dans ce sens, (Schmidt & Fahlenbrach, 2017) font remarquer que la pression exercée par la propriété institutionnelle conduit à un échec des fusions- acquisition ainsi qu'à des nominations de mauvais administrateurs. (Charléty, 2018) dans une étude récente concluent que les actionnaires institutionnels non seulement ils n'agissent pas sur la gouvernance de la firme, mais la détériore en votant au profit des gestionnaires.

Cela dit, nous formulons l'hypothèse 2 et 3 de ce travail : Les investisseurs institutionnels impactent négativement la gouvernance de la firme. Ainsi, leur présence au sein du capital de la firme a une influence négative sur le pouvoir discrétionnaire du dirigeant.

La divergence des analyses concernant la propriété institutionnelle nous conduit à repenser au poids joué par cette catégorie d'actionnaire dans la gouvernance des entreprises. C'est pourquoi, nous proposons d'analyser d'un point de vue théorique l'influence des investisseurs institutionnels sur le contrôle du pouvoir discrétionnaire des dirigeants.

### **1.3. La mainmise des institutionnels sur la gouvernance des firmes partenaires : une réalité ou un simple mythe ? :**

Dans un contexte marqué par une asymétrie d'information en faveur des dirigeants, l'éradication du pouvoir discrétionnaire de ces derniers s'apparente à une illusion. En effet, l'efficacité du contrôle exercé par l'actionnaire est remise en question par de nombreuses études (Castanias & Helfat, 1992; Shleifer & Vishny, 1989). Celles-ci sont regroupées sous la théorie d'enracinement puisqu'elles supposent un certain activisme de la part des dirigeants pour éviter les mécanismes de surveillance (Charreaux, 2005; Paquerot, 1997; Pigé, 1998).

Ceci dit, l'émergence de la propriété institutionnelle dans les années 1990 a remis sur scène les questions du contrôle des dirigeants. Plusieurs travaux ont tenté de démontrer leurs apports à la théorie d'agence (Demsetz, 1983; Shleifer & Vishny, 1989). Pour ces auteurs, les moyens dont disposent les grands investisseurs notamment institutionnels leur permettent d'exercer un contrôle sur le dirigeant. Ils sont capables d'influencer ses décisions, et limiter son espace discrétionnaire (Charreaux & Desbrières, 1998).

Toutefois, ce rôle que joue la propriété institutionnelle peut varier en fonction des caractéristiques des uns et des autres. Considérons par exemple les investisseurs de court terme, ils sont peu soucieux de l'avenir de la firme. Ils sont prédisposés à céder leur titre pour le moindre désaccord avec les gestionnaires. (Albouy et al, 2017) considèrent qu'ils sont assoiffés des bénéfices de court terme et les qualifie de myopes quand il s'agit d'évaluer les investissements proposés par les dirigeants. En revanche, les investisseurs de long terme sont plus incités à investir dans la collecte de l'information et s'engager dans la croissance de l'entreprise<sup>1</sup>.

En effet, l'examen des différents types d'investisseurs institutionnels nous permet de comprendre leur influence sur la gouvernance d'entreprise. Si certaines recherches affirment le lien entre la présence d'actionnaire institutionnel et l'efficacité de la gouvernance (Gillan & Starks, 2000; Hartzell & Starks, 2003), d'autres ne trouvent aucune relation (Agrawal & Knoeber, 1996; Barber & Odean, 2008; Nagel, 2005).

(Bebchuk et al, 2017), étudient cette relation et montrent qu'une propriété institutionnelle de long terme augmente l'évaluation future de la firme, tandis que la propriété de court terme a un effet négatif sur l'évaluation future de celle-ci. De surcroît, plus la durée de l'actionnariat institutionnel est longue moins sont les problèmes d'asymétrie d'information. Il conclut que

---

<sup>1</sup> L'investissement en Recherche et Développement paraît comme un catalyseur de la logique d'investissement des institutionnels.

la qualité de l'information recueillie par les investisseurs institutionnels est fonction du taux de rotation du portefeuille et de la concentration du capital. En revanche, la propriété institutionnelle de court terme dégage des résultats opposés.

Bien qu'ils disposent d'avantages en termes d'accès à l'information privée, ces investisseurs peuvent parfois être désintéressés de la gestion de l'entreprise partenaire. Ils ne cherchent en aucun cas à impacter ni la gouvernance ni la performance de la firme. Cependant, s'ils sont passifs au sens traditionnel de vote et sortie<sup>2</sup>, ils ne sont pas non plus des propriétaires passifs. C'est ce qu'a démontré une étude récente faite par (Appel et al., 2016) qui fait remarquer qu'une propriété passive n'est jamais sans effet sur certains mécanismes de gouvernance. Rien que leur présence dans l'actionnariat de la firme influence favorablement l'indépendance des administrateurs, atténue les conflits entre actionnaires majoritaires et minoritaires, et enfin permet de contrecarrer des mesures anti-prise de contrôle.

Il ressort de ce qui précède que malgré la littérature colossale consacrée à ce sujet, les études théoriques et empiriques n'ont pas encore conduit, à date d'aujourd'hui, à des conclusions convergentes. Cela est dû au comportement non homogène des investisseurs institutionnels qui n'agissent pas tous de la même manière. Nous pensons que le caractère globalisant de ces études leur perd leur représentativité.

## 2. Données et méthodologie:

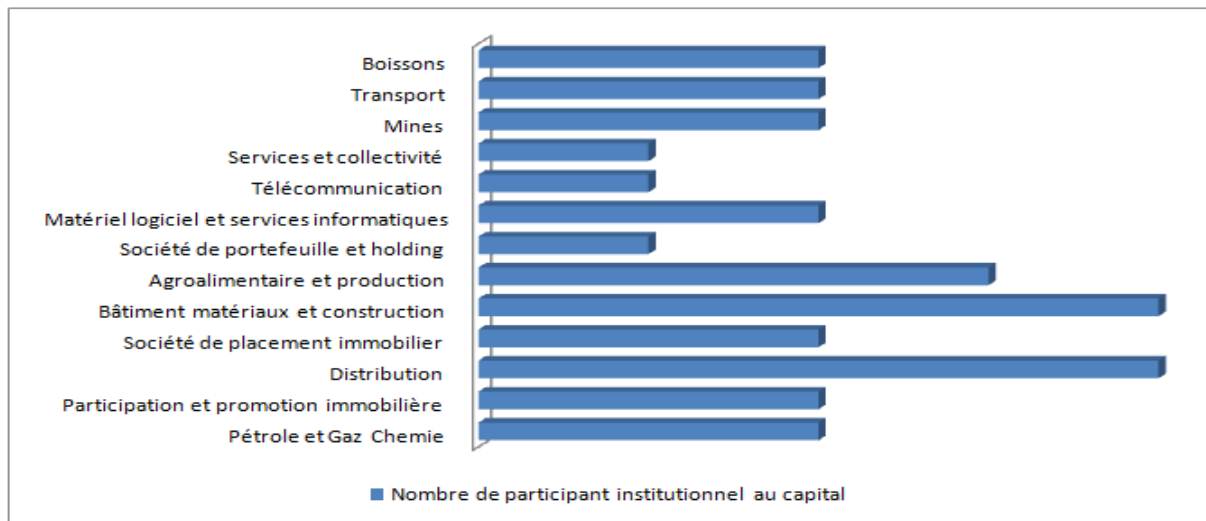
Dans cette section, il s'agira de présenter la méthode retenue pour élaborer notre échantillon ( 2.1), définir les variables de l'étude ( 2.2) et enfin présenter les modèles empiriques retenus ( 2.3).

### 2.1. Choix de l'échantillon:

Notre étude est menée sur un échantillon de 30 sociétés marocaines cotées à la bourse de Casablanca durant la période 2014-2019. Le panel de sociétés appartient à un échantillon mère de 78 sociétés relevant des secteurs d'activités variés que nous présentons ci-dessous:

---

<sup>2</sup> Comme nous l'avons précédemment souligné l'activisme institutionnel se manifeste d'une part par la constitution de bloc d'action afin d'influencer les décisions de la direction et d'autre part par la sortie du capital en cédant les titres de l'entreprise.

**Figure 1** : Répartition sectorielle des sociétés de l'échantillon

**Source** : Conception Personnelle

Le secteur le plus convoité par les investisseurs institutionnels est celui de la distribution et la promotion immobilière (4 investisseurs au capital d'une même société). Pour les autres secteurs de notre échantillon, ils se partagent des moyennes de 2 participants institutionnels par société.

En ce qui concerne le choix de la période d'observation, nous avons opté pour un décalage au niveau de l'observation des données (Lee et Park, 2008). L'idée est de laisser le temps à la variable explicative pour mesurer son influence sur les variables expliquées. En d'autres termes, il s'agit de décaler les données relatives à l'actionnariat institutionnel pour mieux apprécier son effet sur la performance et la gouvernance des sociétés cotées.

Dans cet esprit, les données relatives aux participations institutionnelles sont collectées pour les périodes 2014-2016 tandis que les données nécessaires aux calculs de performance et des scores de gouvernance sont collectées pour la période 2016-2019.

En l'absence de base de données complète des informations relatives aux sociétés cotées, nous avons collecté manuellement les données de l'étude. Le site de la bourse de Casablanca ainsi que les rapports annuels des sociétés ont été utilisés pour tirer les informations relatives à la structure de propriété, les caractéristiques de gouvernance et la performance.

## **2.2. Définition et mesures des variables :**

Les variables utilisées afin de vérifier nos hypothèses de travail sont divisées en trois groupes :

### **2.2.1. Les variables expliquées: Mesure de la gouvernance et la performance des firmes partenaires des investisseurs institutionnels**

La mesure de la performance d'une entreprise est faite suivant des indicateurs aussi bien financiers que boursiers. Dans notre étude, nous retenons le ratio de rentabilité des capitaux propres ou encore le Return On Equity (ROE).

La deuxième variable dépendante de notre étude est la gouvernance de l'entreprise. Celle-ci est mesurée par l'indice de gouvernance " The Globe and Mail". Au-delà de sa conception, l'intérêt de cet indice réside dans l'attention accordée aux caractéristiques du conseil d'administration à savoir les membres du conseil d'administration, la structure de propriété, les droits des actionnaires et la transparence informationnelle.

Notons que chacune de ces caractéristiques contiennent 36 composantes dont l'appréciation permet de dégager une notation à des questions précises sur les systèmes de gouvernance de l'entreprise sujette d'évaluation. La composition du conseil d'administration étudie l'indépendance des administrateurs et la séparation des fonctions PDG et président du conseil d'administration. La structure de propriété et la politique de rémunération étudient les risques de dilution de l'actionnariat et les modes de rémunération des administrateurs. Enfin, l'aspect transparence s'intéresse aux informations communiquées au public se rapportant notamment à la composition du conseil d'administration et la rémunération de ses membres.

L'élaboration des scores de gouvernance est faite sur la base d'un total de 100 point. Ainsi, les caractéristiques du conseil d'administration pour 31 points, la structure de propriété pour 28 points, la protection des droits des actionnaires pour 28 points et la divulgation volontaires des informations pour 13 points.

Afin d'attribuer les scores de gouvernance à notre échantillon, nous avons procédé à une enquête auprès des responsables et dirigeants des sociétés cotées. Le questionnaire est complété par des informations collectées des différents rapports d'activités disponibles dans les sites des dites sociétés.

### 2.2.2. La variable explicative : Mesure de la propriété institutionnelle.

La mesure de la variable indépendante est renseignée par les parts détenues par les investisseurs institutionnels dans le capital des sociétés non financières. Il s'agira ici de retenir le pourcentage global de la participation institutionnelle abstraction faite de sa nature.

### 2.2.3. Les variables de contrôle:

Afin de tester la validité externe des résultats de l'étude, nous intégrons d'autres variables ayant un effet direct sur les hypothèses soulevées. Nous retenons, en l'occurrence, les variables de taille de l'entreprise et son niveau d'endettement.

**Tableau 1:** Récapitulatif des mesures des variables retenues :

Variables	Notation	Mesures
-----------	----------	---------

#### Variables dépendantes

<b>Performance de l'entreprise</b>	ROE/	-Le rendement des fonds propres ROE= Bénéfice
<b>Gouvernance de l'entreprise</b>	Score-gov	-Les scores de gouvernance

#### Variables indépendantes

<b>Propriété Institutionnelle</b>	Part-capital	Le pourcentage du capital détenu par les trois premiers actionnaires
-----------------------------------	--------------	--

#### Variables de contrôles

<b>Taille de l'entreprise</b>	Taille	Le chiffre d'affaires
<b>Taux d'endettement</b>	Endet	Le ratio d'endettement= dettes financières/ Total actif

**Source : Conception Personnelle**

### 2.3. Présentation des modèles empiriques :

Afin de mesurer l'impact de la propriété institutionnelle sur la performance et la gouvernance des sociétés marocaines cotées, nous utilisons deux modèles de régression linéaires afin de vérifier d'une part la relation de linéarité entre l'actionnariat des institutionnels et la performance de la firme et d'autres part sur la gouvernance de celle-ci.

Le premier modèle M1 s'écrit comme suit:

$$ROE_{it} = 0 + Partcapital_{it} + Taille_{it} + Endt_{it}$$

Avec:

0: Constante

: Les paramètres à estimer

$ROE_{it}$  = Variable mesurant la performance de l'entreprise

$Partcapital_{it}$ : Variable mesurant l'actionnariat institutionnel

$Taille_{it}$  : Variable mesurant la taille de l'entreprise

$Endt_{it}$  : Variable mesurant le niveau d'endettement de l'entreprise

Le deuxième modèle s'écrit comme suit :

$$Scoregov_{it} = 0 + Partcapita_{it} + Taille_{it} + Endt_{it}$$

Avec:

0: constante

: Les paramètres à estimer

$Partcapita_{it}$  : Variable mesurant l'actionnariat institutionnel

$Taille_{it}$  : Variable mesurant la taille de l'entreprise

$Endt_{it}$ : Variable mesurant le niveau d'endettement de l'entreprise

### 3. Présentation et discussion des résultats :

Au niveau de cette section, nous présentons les résultats des tests effectués à l'issue des hypothèses de notre travail. Il s'agit dans un premier temps d'explorer d'une manière descriptive les caractéristiques de nos variables avant d'entamer les calculs de la régression et d'en discuter les résultats

### 3.1. Statistiques descriptives:

La description des variables de notre étude nécessite le recours aux indicateurs dits de dispersion. L'objectif ici est de déceler les rapports entre les variables explicatives et les variables expliquées. Ces indicateurs sont présentés dans le tableau ci-dessous :

**Tableau 2 : Statistiques descriptives**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
partcapital	150	10.62667	8.186211	0	46
performance	150	12.222	11.5316	0	115
scoregov	150	20.55533	2.404457	9	24
taille	150	7.693333	15.49364	0	137
endt	150	15.5	17.39696	1	75

**Source :** Elaboré à partir du logiciel Stata-12

La propriété institutionnelle varie entre 0% et 46% sur toute la durée de l'analyse avec une dispersion de 8.18%. Notons également que la moyenne des participations des investisseurs institutionnels avoisine les 11 %. Ce taux reste relativement bas par rapport à d'autres pays où la propriété institutionnelle peut aller jusqu'à 60% du capital des firmes non financières.

Par ailleurs, la performance des sociétés de notre échantillon a été mesurée par le ROE. Cet indicateur affiche une performance moyenne relativement faible (12.2%) avec une dispersion de 11.53 %. Ces chiffres donnent une idée sur la performance du marché casablancais dont l'évolution atteint à peine 6.9 % sur les dix dernières années. Ceci s'explique en partie par les conséquences des crises financières internationales malgré les efforts de redressement engagés par les autorités réglementaires.

En ce qui concerne le système de gouvernance des sociétés de notre échantillon, les scores de gouvernance se situent à un niveau relativement bas. Cette variable affiche un score moyen de 20.22 point sur une échelle de 100 points. Toutefois, les systèmes de gouvernance des sociétés étudiées sont très peu disparates. L'approbation des codes de bonne conduite ainsi que l'instauration des lois relatives à la gouvernance amènent les sociétés à s'aligner à ces recommandations.

Par rapport à nos variables de contrôle, le chiffre d'affaires moyen des sociétés formant notre échantillon est de 7 million de dirhams pour une dispersion de 15.49. Les investisseurs institutionnels semblent être indifférents à la dimension de leurs firmes partenaires. Ceci

s'observe à travers la dispersion du chiffre d'affaire ce qui nous amène à nous poser la question sur les motivations de l'actionnariat institutionnel.

Enfin, le taux d'endettement varie entre 1 million et 75 million de dirhams pour une moyenne de 15 million de dirhams. Ces niveaux restent relativement élevés et nous laissent penser au rôle joué par le marché financier dans le financement des sociétés cotées.

### **3.2. Régression linéaire multiple :**

Les tableaux (3) et (4) présentent simultanément les résultats de la régression linéaire du panel à effets fixes et aléatoires. Ils mesurent l'effet de la participation institutionnelle sur la gouvernance et la performance des sociétés marocaines cotées à la bourse de Casablanca. Pour cela, nous avons effectué deux régressions linéaires dont les variables endogènes sont la performance exprimées par le ROE (Return on Equity) et les scores de gouvernance moyens calculés sur la base de quatre principales composantes du système de gouvernance à savoir, l'indépendance du conseil d'administration, la structure de propriété, les droits des actionnaires et enfin la divulgation informationnelle. Quant aux variables exogènes, nous avons retenues la propriété institutionnelle exprimée par la part du capital détenue dans les firmes non financières ainsi que les variables de contrôles.

A la première lecture de ces tableaux, nous constatons que de la propriété institutionnelle n'exerce aucun effet sur la performance des firmes non financières. Dans notre cas, le coefficient n'est pas significatif au seuil de 0,05 ce qui nous conduit à rejeter l'hypothèse H1. Ces résultats traduisent une passivité de l'investisseur institutionnel qui cherche à s'engager dans sociétés réputées prometteuses sans se soucier de l'origine de leur performance. Le besoin de diversifier leurs portefeuilles d'actions amène les investisseurs institutionnels à s'investir dans diverses sociétés sans pour autant impacter la performance de celles-ci.

**Tableau 3** : Effet de la propriété institutionnelle sur la performance des sociétés cotées.

Random-effects GLS regression		Number of obs	=	150
Group variable: variableid		Number of groups	=	30
R-sq: within	= 0.0522	Obs per group: min	=	5
between	= 0.1428	avg	=	5.0
overall	= 0.1165	max	=	5
corr(u_i, X) = 0 (assumed)		Wald chi2 (7)	=	10.12
		Prob > chi2	=	0.1819

performance	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
partcapital	.1072443	.0872731	1.23	0.219	-.0638078 .2782963	
taille	.4139665	.1574172	2.63	0.009	.1054345 .7224986	
enddt	.0177715	.0229722	0.77	0.439	-.0272531 .0627961	
anne						
2016	-.5083084	1.028932	-0.49	0.621	-2.524978 1.508361	
2017	.2061248	1.029886	0.20	0.841	-1.812414 2.224664	
2018	.2566523	1.029341	0.25	0.803	-1.760818 2.274123	
2019	.6722648	1.030424	0.65	0.514	-1.34733 2.691859	
_cons	8.521941	1.792129	4.76	0.000	5.009433 12.03445	
sigma_u	5.9835707					
sigma_e	3.9191263					
rho	.69978989	(fraction of variance due to u_i)				

**Source** : Elaboré à partir du logiciel Stata-12

Par ailleurs, la part détenue par les investisseurs institutionnels est mesurée principalement par la gouvernance des firmes partenaires. Les variables explicatives retenues sont statistiquement significatives à un seuil de 95% et sont liées positivement à la propriété institutionnelle.

Un tel constat place notre étude dans le champ des travaux qui attribuent aux investisseurs institutionnels un rôle actif dans le système de gouvernance des entreprises non financières. Ceci dit, la participation institutionnelle influence favorablement le conseil d'administration, la structure de propriété, les droits des actionnaires et la transparence informationnelle.

Ces résultats peuvent être expliqués par l'attitude active des investisseurs institutionnels dans les sociétés où ils détiennent des participations. Leur rôle va au-delà d'un simple apporteur de fonds à un véritable acteur dans le processus décisionnel. Ils s'impliquent dans les choix stratégiques et siègent souvent au conseil d'administration de leur partenaire. Cette implication ne passe pas sans effet sur le comportement discrétionnaire des dirigeants. La formation de coalition d'actionnaire leur permet d'influencer la gestion de l'entreprise et de révoquer les dirigeants les moins performants. Ces résultats nous permettent d'infirmer les hypothèses 2 et 3 selon lesquelles les investisseurs institutionnels ont un comportement passif dans leurs sociétés de portefeuille.

Si les investisseurs institutionnels ne se soucient pas de la performance de leurs firmes partenaires, ils semblent accorder plus d'attention aux systèmes de gouvernance de celles-ci. En détenant une place au plus au siège du conseil d'administration, les investisseurs institutionnels protègent leurs intérêts et contrôlent de près la répartition de la valeur créée.

**Tableau 4 :** L'effet de la propriété institutionnelle sur la gouvernance des sociétés cotées.

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: variableid

Number of obs      =      150
Number of groups   =       30

R-sq:  within = 0.1547
       between = 0.0072
       overall = 0.0977

Obs per group:  min =      5
                avg  =     5.0
                max  =      5

corr(u_i, Xb) = 0.0029

F(7, 113) = 2.95
Prob > F   = 0.0070
    
```

scoregov	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
partcapital	-.0055532	.0782307	-0.07	0.944	-.1605424 .149436	
taille	.0028863	.1240553	0.02	0.981	-.2428896 .2486621	
endt	.0034116	.0165988	0.21	0.838	-.0294736 .0362969	
anne						
2016	-.6290005	.734223	-0.86	0.393	-2.083629 .8256276	
2017	.5298834	.7355081	0.72	0.473	-.9272909 1.987058	
2018	.7962517	.734729	1.08	0.281	-.659379 2.251882	
2019	2.497297	.7350505	3.40	0.001	1.04103 3.953565	
_cons	19.36616	1.188684	16.29	0.000	17.01116 21.72115	
sigma_u	2.1077891					
sigma_e	2.8281142					
rho	.35710739	(fraction of variance due to u_i)				

```

F test that all u_i=0:      F(29, 113) =      2.74      Prob > F = 0.0001
    
```

Source : Élaboré à partir du logiciel Stata-12

## Conclusion :

L'émergence remarquable des investisseurs institutionnels sur la scène financière continue d'éveiller l'intérêt des chercheurs et praticiens. Notre étude s'inscrit dans le courant de recherche qui examine le comportement et les réactions de cette nouvelle catégorie d'investisseurs.

Au terme de ce travail, pourrions-nous affirmer l'effet de l'actionnariat institutionnel sur la gouvernance des sociétés cotées au Maroc ? L'examen économétrique de l'évolution de nos variables de recherches ne permet pas d'apporter une réponse ferme à notre question. Cela est dû d'une part, à la taille réduite de l'échantillon et d'autres parts, à l'absence d'un système de notation de la gouvernance des sociétés marocaines côtés à l'image des grandes places financières au monde.

Ce travail permet d'apporter un aperçu sur le comportement des investisseurs institutionnels et leur effet sur la gouvernance des firmes partenaires. Nos résultats montrent que les investisseurs institutionnels ne ménagent pas d'effort pour préserver leurs intérêts en influençant le système de gouvernance des sociétés de participation. Ils ne sont pas passifs, mais influencent remarquablement les décisions du conseil d'administration, de nomination et de rémunération des dirigeants.

Toutefois, les résultats montrent un effet inattendu de la présence de l'administrateur institutionnel dans le capital des entreprises de notre échantillon. En effet, si les investisseurs institutionnels sont soucieux de préserver la valeur créée dans leurs sociétés de portefeuille, ils semblent peu intéressés au processus et à l'origine même de la création de la dite valeur.

Ces premiers résultats ouvrent de nouvelles pistes de recherche inexplorées notamment celles en rapport avec les motivations et les raisons de l'actionnariat institutionnel au Maroc. L'examen empirique de l'échantillon retenu révèle une diversité aussi bien dans la nature que la dimension de portefeuille de participation des investisseurs intentionnels. De ce fait, les résultats dégagés de la présente recherche méritent d'être complétés par une étude exploratoire auprès des investisseurs institutionnels afin de mieux comprendre le comportement et les interactions entre ces derniers et leurs firmes partenaires.

## Bibliographie :

**Agrawal, A., & Knoeber, C. R.** (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377. <https://doi.org/10.2307/2331397>

- Albouy, M. M., Decante, C., Mauro, A., & Studer, P.** (2017). L'impact des actionnaires activistes sur les performances à court, moyen et long terme des entreprises européennes. *Finance Contrôle Stratégie*, 20-1.
- Appel, I. R., Gormley, T. A., & Keim, D. B.** (2016). Passive investors, not passive owners. *Journal of Financial Economics*, 121(1), 111-141.
- Barber, B. M., & Odean, T.** (2008). All that glitters : The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *The review of financial studies*, 21(2), 785–818.
- Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Hirst, S.** (2017). The agency problems of institutional investors. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 89–102.
- Berle, A., & Means, G.** (1932). Private property and the modern corporation. *New York: Mac-millan*.
- Borochin, P., & Yang, J.** (2017). The effects of institutional investor objectives on firm valuation and governance. *Journal of Financial Economics*, 126(1), 171-199.
- Castanias, R. P., & Helfat, C. E.** (1992). Managerial and windfall rents in the market for corporate control. *Journal of economic behavior & organization*, 18(2), 153–184.
- Chaganti, R., & Damanpour, F.** (1991). Institutional ownership, capital structure, and firm performance. *Strategic management journal*, 12(7), 479–491.
- Charléty, P.** (2018). L'activisme actionnarial dans l'assemblée générale : Quels bénéfices pour les actionnaires et les entreprises? *Revue d'économie financière*, 2, 195–221.
- Charreaux, G.** (2005). Pour une gouvernance d'entreprise «comportementale» Une réflexion exploratoire... *Revue française de gestion*, 4, 215–238.
- Charreaux, G., & Desbrières, P.** (1998). Gouvernance des entreprises : Valeur partenariale contre valeur actionnariale. *Finance contrôle stratégie*, 1(2), 57–88.
- Charreaux, G., & Desbrières, P.** (2001). Corporate governance : Stakeholder value versus shareholder value. *Journal of Management and Governance*, 5(2), 107–128.
- Del Guercio, D.** (1996). The distorting effect of the prudent-man laws on institutional equity investments. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 31–62.
- Demsetz, H.** (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of law and economics*, 26(2), 375–390.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T.** (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism : The role of institutional investors. *Journal of financial Economics*, 57(2), 275–305.
- Graves, S. B., & Waddock, S. A.** (1994). Institutional owners and corporate social performance. *Academy of Management journal*, 37(4), 1034–1046.

- Hartzell, J. C., & Starks, L. T.** (2003). Institutional investors and executive compensation. *The journal of finance*, 58(6), 2351–2374.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H.** (1976). Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305–360.
- Lacoste, D., Lavigne, S., & Rigamonti, É.** (2009). Les investisseurs institutionnels influencent-ils les stratégies ? *Revue française de gestion*, 197(7), 35-48. Cairn.info. <https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2009-7-page-35.htm>
- Nagel, S.** (2005). Short sales, institutional investors and the cross-section of stock returns. *Journal of financial economics*, 78(2), 277–309.
- Paquerot, M.** (1997). Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structures de contrôle. *Le gouvernement des entreprises*, 105–138.
- Pigé, B.** (1998). *Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires*.
- Ryan, L. V., & Schneider, M.** (2003). Institutional investor power and heterogeneity : Implications for agency and stakeholder theories. *Business & Society*, 42(4), 398–429.
- Sahut, J.-M., & Gharbi, H. O.** (2010). *Institutional Investors' Typology and Firm Performance : The Case of French Firms*. 19.
- Schmidt, C., & Fahlenbrach, R.** (2017). Do exogenous changes in passive institutional ownership affect corporate governance and firm value? *Journal of Financial Economics*, 124(2), 285–306.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W.** (1989). Management entrenchment : The case of manager-specific investments. *Journal of financial economics*, 25(1), 123–139.
- Tahrouch, M., Aajly, A., & Dabdoub, M.** (2019). LA GOUVERNANCE DE L'ENTREPRISE ENTRE LE CONFLIT D'INTÉRÊT ET L'ÉQUILIBRE DES PARTENAIRES : ANALYSE THÉORIQUE (N° 2). 3(2), Article 2. <https://www.revuecca.com/index.php/home/article/view/371>
- Useem, M., Bowman, E. H., Myatt, J., & Irvine, C. W.** (1993). US institutional investors look at corporate governance in the 1990s. *European Management Journal*, 11(2), 175–189.