

Quelle corrélation entre décision stratégique et performance financière en termes de création de valeur actionnariale interne et boursière dans le contexte marocain ?

MOSTAFA, LEKHAL

Université Mohamed Ier Faculté des Sciences Juridiques
Economiques et Sociales-Oujda
Laboratoire Universitaire de Recherche en Instrumentations et Gestion des
Organisations (LURIGOR)
lekhal.mostapha@gmail.com

AHMED, EL OUBANI

Doctorant à l'UMP-FSJES-Oujda
Laboratoire Universitaire de Recherche en Instrumentations et Gestion des
Organisations (LURIGOR)
Eloubani.ahmed@gmail.com

Résumé

Quelle corrélation entre décision stratégique et performance financière en termes de création de valeur actionnariale interne et boursière dans le contexte marocain ?

L'objectif de cet article est l'étude de l'interaction entre la décision stratégique et la performance financière en termes de création de valeur actionnariale interne et boursière.

Les études de cas d'entreprises ainsi que l'analyse événementielle à travers des tests statistiques ont révélé que la prise d'une décision stratégique affecte négativement la performance interne et boursière et que cette influence n'est pas expliquée par le type de stratégie adoptée.

Pour saisir l'impact de la performance financière sur la décision stratégique, deux sous-échantillons ont été formés. L'analyse des résultats empiriques montre que le niveau de la performance antérieure ne constitue pas un déterminant significatif de la prise de décision stratégique. En outre, l'impact de la décision stratégique est significativement négatif pour les firmes dont la performance pré-décision était faible. Cet impact demeure négatif pour les firmes dont la performance financière interne pré-décision était en hausse ; toutefois, il est globalement non significatif pour les firmes dont la performance boursière pré-décision était en hausse.

Mots clés : décision stratégique — performance financière — création de la valeur

Classification JEL : G32 - G34 - G35

Abstract

What is the correlation between strategic decision and financial performance in terms of fundamental and stock market value creation for shareholder in Moroccan context?

The aim of this research is to study the interaction between strategic decision and value creation as far as internal value creation and market value creation are concerned.

The empiric results based on firms case study and event statistical analysis show that strategic decision has a negative effect on internal value creation and market value creation. This effect is not due to strategic type.

To study the impact of financial performance on strategic decision, the sample has been divided into two parts: firms whose financial performance before decision was low and those which had a high financial performance before decision. We concluded at the first time that the level of financial performance before decision has no effect on decision making. Additionally, the analysis results reveal that the effect of strategic decision on financial performance was significantly negative for the firms which had a low performance before strategic decision. This effect was also significantly negative for the firms whose internal value creation before decision had been high, but the impact was not significant for those which had a high market value creation before decision.

Keyword: strategic decision – financial performance – value creation

JEL classification : G32 - G34 - G35

Introduction

La fonction du management et principalement le management stratégique constitue la clé de réussite de l'entreprise.

La décision stratégique vise principalement à créer, maintenir ou renouveler l'avantage compétitif. Ce dernier est le gage de la création, du maintien et de l'amélioration de la performance financière notamment en termes de création de valeur de plus en plus exigée par les actionnaires

La relation entre la décision stratégique et la performance financière reste encore peu explorée par les chercheurs dans la mesure où souvent les recherches se limitent à étudier l'impact de certaines décisions stratégiques sur la performance (recentrage, diversification, spécialisation, investissement, financement...) en s'efforçant d'analyser la relation dans un seul sens qui est l'influence de la décision stratégique sur la performance financière. La présente étude vise à étudier la relation entre toute décision qualifiée de stratégique et la création de valeur actionnariale intrinsèque et sa monétisation par le marché financier (création de valeur actionnariale boursière). En outre, elle ne se limite pas à étudier cette relation dans un seul sens, elle s'efforce de faire un aller-retour entre la décision stratégique et la création de valeur en vue d'apporter une compréhension plus approfondie de cette relation. Pour ce faire, la méthodologie adoptée cherche la robustesse des résultats en faisant une analyse individuelle des cas d'entreprises et une analyse statistique globale à travers des tests.

Ainsi, la présente étude s'efforcera de répondre à la problématique suivante : Quelle interaction entre la décision stratégique et la performance financière en termes de création de valeur actionnariale interne et boursière dans le contexte marocain?

Nous démontrerons d'abord l'effet créateur de valeur de la décision stratégique (section 1) ; ensuite nous discuterons les impacts de la performance financière sur la décision stratégique (section 2) ; puis nous mettrons en évidence les autres variables d'influence sur l'efficacité de la décision stratégique (section 3) ; la méthodologie de l'étude sera présentée en section 4 ; enfin nous analyserons les résultats de l'étude en section 5.

1. Impacts de la décision stratégique sur la création de la performance financière

La décision stratégique a pour objectif de conserver et de créer des avantages concurrentiels permettant à l'entreprise d'être performante pour affronter ou devancer les concurrents. La performance est donc faire mieux que les concurrents sur l'ensemble des paramètres définissant la performance ou au moins sur ceux jugés les plus significatifs de la satisfaction des clients (A. Bourguignon, 1995).

Des preuves empiriques ont montré que des entreprises ayant connu un succès financier sont celles ayant pris des décisions stratégiques leur conférant des avantages concurrentiels sur les concurrents. Ces avantages concurrentiels émergent des changements internes ou externes ; Clark et Fujimoto (1991) montrent que les entreprises qui arrivent à mettre sur le marché un produit qui satisfait exactement les clients et au bon moment réussissent à créer des avantages concurrentiels ; les producteurs japonais ont été plus aptes à développer et distribuer de nouveaux produits que leurs concurrents américains ou européens, ce qui explique leur succès dans les années 1980. Haveman (1992) a également montré que lorsque l'entreprise ajuste sa stratégie en réaction au changement rapide et considérable des conditions de l'environnement, elle connaîtra une amélioration de sa performance financière. Les changements internes peuvent naître d'innovations technologiques ou stratégiques à l'intérieur de l'entreprise. Fuller et Stopford (1992) ont prouvé que les entreprises qui ont adopté des stratégies innovatrices sur les secteurs à maturité sont gagnantes.

A l'instant de sa prise, toute décision stratégique est performante, sans cette condition elle n'a pas une raison d'être. D'une part, la décision stratégique constitue un outil qui véhicule des modifications, permettant d'éliminer au fur et à mesure les menaces et de saisir les opportunités qui se présentent à la firme (Zajac et Kraatz 1993, Feitler et al. 1998). D'autre part, lors de la détection d'une nécessité de prendre une décision stratégique comme l'obsolescence de l'avantage compétitif par exemple, le dirigeant réalise préalablement un diagnostic stratégique, une analyse concurrentielle (Porter, 1986), les positions concurrentielles de ses différents domaines d'activités stratégiques, l'analyse de ses ressources et compétences pour identifier ses « *core of competencies* » (Prahalad et Hamel, 1990)... Cette analyse

stratégique déboucherait sur une décision stratégique permettant d'annuler l'effet des points faibles et de renforcer les atouts de l'entreprise (Zajac et al. 2000, Julian et Scifres 2002).

Conséquemment, la décision stratégique a un effet créateur de valeur notamment en faveur des actionnaires.

Il en résulte l'hypothèse principale suivante :

H1 : la décision stratégique a un impact positif sur la performance financière en termes de création de valeur actionnariale.

2. La performance financière antérieure : facteur de déclenchement et d'efficacité de la décision stratégique

Dans le contexte d'hyper-compétition, aucun avantage concurrentiel n'est stable. Ainsi, une performance financière basée sur des avantages compétitifs déjà acquis peut chuter si ces avantages sont perdus et que l'entreprise n'a pas anticipé une telle situation pour changer sa stratégie afin d'en construire de nouveaux. L'entreprise doit donc anticiper rapidement les changements de l'environnement et réagir à travers des décisions stratégiques pour maintenir ou créer de nouveaux avantages compétitifs assurant une performance financière satisfaisante.

Besanko et al. (1996) stipulent que ce sont la création et le maintien d'un avantage compétitif qui motivent le déclenchement des décisions stratégiques. En fonction de l'évolution de son environnement, l'entreprise doit ajuster sa stratégie pour avoir un certain avantage concurrentiel qui lui permet de tirer une valeur ajoutée de ses activités stratégiques pour une période de temps donnée, que Stewart (1991) dénomme T. En effet, l'évolution dans le temps de la création de valeur traduit l'aptitude de l'entreprise à créer et maintenir son avantage concurrentiel. Cette évolution peut être représentée par une courbe à deux périodes, une antérieure et l'autre postérieure à T. Durant la période [0-T], la création de valeur est positive et croissante, renseignant que l'entreprise dispose d'un avantage concurrentiel. Pendant cette période, la performance financière suit un trend haussier jusqu'à l'atteinte de son maximum à T. A partir de T, l'entreprise perd son avantage concurrentiel et sa

performance financière commence à diminuer et peut même devenir négative causant ainsi une destruction de valeur.

Ainsi, après T années, toute entreprise soucieuse de la création et du maintien de son avantage concurrentiel se trouve dans la nécessité de corriger et d'adapter sa stratégie et de changer le positionnement de ses activités stratégiques pour créer un nouvel avantage. En effet, c'est l'épuisement de l'avantage compétitif qui a causé une décroissance de la courbe de la création de valeur et qui peut déclencher une décision stratégique. Selon, Ginsberg (1988) la performance pré-décision stratégique faible indique l'inefficacité de la stratégie actuelle de la firme. Cette détérioration de la performance oblige le manager à entreprendre un changement engendrant donc une décision stratégique (Barker et Duhaime 1997).

La décision stratégique peut être aussi prise dans une phase de croissance de la création de valeur. Dans ce cas, même si la stratégie actuelle de la firme est encore créatrice de valeur, elle peut changer sa stratégie pour maintenir et prolonger la durée de son avantage concurrentiel pour allonger cette phase croissante de la création de valeur. Elle prendra, alors, une décision stratégique à partir d'un niveau de performance élevé. La prise d'une décision stratégique en ce moment est motivée par l'existence de ressources nécessaires (Barker et Duhaime 1997).

Des études portant sur la relation entre la performance pré-décision et l'occurrence de la prise d'une décision stratégique ont trouvé une corrélation négative entre la performance financière antérieure et les décisions stratégiques engendrant des changements (Zajac et al. 2000, Barker et Duhaime 1997).

Il en découle l'hypothèse suivante :

H2 : la dégradation de la performance financière constitue un facteur déclencheur de la décision stratégique.

Cependant, la performance d'une décision stratégique prise dans un moment de déclin de la performance financière peut être différente de celle de la décision prise dans une phase de croissance de création de valeur. Ainsi, le timing de la prise de décision stratégique peut influencer la performance post décision.

Dans la phase de destruction de valeur ou de décroissance de création de valeur, l'entreprise se trouve dans l'obligation de prendre une décision stratégique

pour créer de nouveaux avantages concurrentiels à même d'augmenter la création de valeur. Dans une telle situation, la probabilité que cette décision stratégique soit performante en termes de l'amélioration de la création de valeur est forte. Leker (2001) a montré dans une étude que lorsque l'entreprise change sa stratégie quand sa situation financière pré-changement est faible connaîtra une création de valeur. Les résultats de Leker sont également conformes avec les conclusions de Feitler et al. (1998) qui montrent une corrélation négative des performances des entreprises entre les périodes pré-décision stratégique et des périodes post-décision stratégique. Ces auteurs ont divisé leur échantillon en deux sous-échantillons : celui dont la performance avant décision est faible et celui dont la performance pré-décision est acceptable. Les auteurs ont ensuite calculé la corrélation entre le changement stratégique et la variation de la performance financière. Ils ont trouvé une corrélation négative entre performance faible avant et après la décision stratégique mais ils n'ont pas pu détecter une relation significative entre ces deux variables, dans le cas où la performance pré-changement était acceptable.

L'impact positif du faible niveau de la performance peut être associé au fait que toute action entreprise dans ce timing sera acceptée et légitime par les membres de l'organisation, ce qui permet d'éviter toute résistance et blocage au changement stratégique et les coûts relatifs à ce changement (Feitler et al. 1997). Les travaux de Crozier et Herberg (1977) avancent que tout changement non accepté engendre des résistances de la part des acteurs de l'organisation, ce qui peut entraîner un échec ; toutefois l'implication de ces acteurs est un facteur de réussite.

En revanche, la prise de décision dans une phase de croissance de création de valeur peut avoir un impact limité, voir négatif, sur la performance post décision. Les résultats de l'étude de Goes (1990) affichent que la prise d'une décision stratégique entraînant un changement tout en ayant une performance pré-décision supérieure, induit une destruction de la performance post décision. En effet, la phase croissante de la performance financière peut créer des *free cash-flow* importants engendrant ainsi un pouvoir discrétionnaire des dirigeants (Jensen, 1986). Ces derniers peuvent utiliser ces flux de trésorerie disponibles dans des projets non performants financièrement leur permettant de déployer leurs stratégies d'enracinement. Ainsi, ces *free cash-flow*

peuvent augmenter les divergences d'intérêts, entre les actionnaires et les dirigeants, source de destruction de valeur. En outre, une décision stratégique créant un changement prise dans une phase de croissance de la création de valeur peut s'avérer non légitime et donc engendrer des résistances aux changements de la part des membres de l'organisation. Ces blocages peuvent faire échouer la décision stratégique et donc affecter négativement la performance financière de la firme.

On suppose donc que:

H3 : le niveau de la performance financière pré-décision conditionne la réussite de la décision stratégique en termes de performance financière post décision. En effet, une décision stratégique prise dans un moment de dégradation de la performance financière contribuera à améliorer cette dernière ; par contre une décision prise dans un contexte d'augmentation de la performance financière causera la diminution future de cette performance.

Le niveau de la performance antérieure à la décision peut constituer un facteur de déclenchement, voir même de réussite de la décision stratégique. Toutefois, il peut être insuffisant d'autant plus qu'il existe d'autres facteurs pouvant également influencer sur l'efficacité de la décision stratégique.

3. Les autres déterminants de l'efficacité de la décision stratégique en termes de performance financière

La théorie d'agence (M. Jensen et W. Meckling, 1976) stipule l'existence des divergences d'intérêts influant sur l'orientation stratégique au sein de l'entreprise.

Les divergences d'intérêts sont sources de détérioration de valeur contrairement à ce que permet la coopération. Ces pertes de valeur s'analysent comme des coûts d'agence (théorie d'agence, M. Jensen et W. Meckling, 1976), des coûts de transaction (théorie des coûts de transaction, Williamson, 1989) ou comme sous-valorisation des droits de propriété (théorie des droits de propriété, Alchian et Demsetz, 1972). Le système de gouvernance, donc, s'explique par sa capacité à réduire ces pertes de valeur.

Pour Charreaux (1994, 2000), Les mécanismes internes regroupent le contrôle exercé par les actionnaires, la surveillance mutuelle entre dirigeants, les contrôles formels et informels mis en place par les employés subalternes et le conseil d'administration.

Le conseil d'administration influe sur le processus de formation de la stratégie (Forbes et Milliken 1999) et par conséquent sur la performance financière de l'entreprise. L'amélioration de la performance dépend de la qualité du fonctionnement du conseil (Fama et Jensen, 1983 ; Zhang, 2010).

Le rôle et le bon fonctionnement de cette institution sont tributaires de certains facteurs. Le premier facteur est le degré d'indépendance des administrateurs ainsi que le nombre des administrateurs indépendants siégeant dans le conseil d'administration. La plupart des codes de gouvernance recommandent la présence des membres externes et indépendants en nombre suffisamment significatif pour améliorer l'efficacité des décisions. La présence des administrateurs indépendants peut améliorer le contrôle interne, ce qui aurait un effet créateur de la valeur.

Boeker (1997) a détecté une relation positive entre la diversité dans la composition du conseil d'administration et la probabilité de prise des décisions stratégiques entraînant un changement. Ce changement peut être efficace sur le plan de la performance dans la mesure où un bon système de contrôle interne permet d'éviter l'implantation de changements stratégiques insuffisants ou excessifs selon l'environnement interne et externe à l'entreprise (Julian et Scrifes, 2002).

Toutefois, Goodstein, Gautam et Boeker (1994) montrent que si la diversité des membres du conseil d'administration a un effet significatif sur les changements de stratégie dans les environnements turbulents, inversement la proportion d'administrateurs externes n'a pas d'effet significatif sur l'importance de ces changements.

Le deuxième facteur est la taille du conseil ; plus la taille est élevée plus il y a un risque de confrontation et donc d'affaiblissement du rôle du conseil. Une taille grande du conseil d'administration peut influencer négativement la qualité des décisions par rapport à un conseil de petite taille (Jensen 1993). Ainsi, les grands groupes présentent

un plus grand potentiel au désaccord et au manque de cohésion (Bantel et Jackson, 1989).

Plus généralement, diverses études ont tenté de tester l'influence de l'indépendance du conseil, de sa composition, de sa taille, de la séparation entre directeur général et président du conseil, sur la richesse des actionnaires. Toutefois les résultats de ces études sont dans l'ensemble contradictoires et peu concluants (Bhagat et Black, 2000).

En plus du conseil d'administration en tant qu'organe de gouvernance, les assemblées générales peuvent également constituer un moyen d'exercer le contrôle sur les dirigeants par les actionnaires. Le degré d'activisme des actionnaires influence le pouvoir de contrôle des décisions stratégiques par les actionnaires, ce qui peut influencer la performance de ces décisions. Ce degré est d'autant plus élevé que l'actionnariat n'est pas très dispersé. Chaganti et Damanpour (1991) ont montré notamment aux États-Unis et au Canada que le pourcentage de contrôle des institutionnels était positivement corrélé à leur niveau de performance. De même, selon Hoskisson, Hill, et Hitt (1991), une structure de propriété dispersée du capital conduit à un contrôle faible des actionnaires, ce qui permettrait au dirigeant de disposer d'une liberté pour mettre en œuvre sa stratégie d'enracinement.

Si ces organes spécifiques de gouvernance ne remplissent pas pleinement leur rôle pour limiter le pouvoir des dirigeants, ces derniers peuvent mettre les intérêts des actionnaires au second plan après leurs intérêts personnels surtout en cas de divergence de leurs intérêts.

On aboutit donc à la quatrième hypothèse de recherche:

H4 : Les mécanismes de gouvernance de la firme (présence importante des administrateurs indépendants dans le conseil d'administration, petite taille du conseil et concentration de l'actionnariat) influencent positivement l'efficacité de la décision stratégique en termes de création de valeur actionnariale

4. La méthodologie de l'étude

Nous présenterons successivement la méthode de collecte des données, la mesure des variables et la méthode d'analyse des données.

4.1. Démarche méthodologique pour la constitution de l'échantillon

Pour la réalisation de notre étude nous avons pris tout d'abord toutes les entreprises cotées en bourse de Casablanca.

Quant à la période d'étude de la décision stratégique de chaque entreprise, nous avons choisi une période de trois ans avant la prise de décision stratégique, l'année de la prise de décision et trois ans après la décision. Ainsi, nous avons éliminé les entreprises ayant pris sur cette même période plusieurs décisions stratégiques en vue d'apprécier l'impact de chaque décision de façon isolée. Toutefois, une même entreprise peut figurer dans l'échantillon autant de fois qu'elle a pris des décisions stratégiques différentes séparées d'une période de trois à compter de la dernière décision afin d'augmenter le nombre des observations.

Nous nous sommes basés pour la collecte de ces données sur le site de l'AMMF (autorité marocaine du marché financier) publiant des communications financières portant des décisions stratégiques et des documents de synthèse financiers, sur le site de la bourse de Casablanca pour le calcul des différents indicateurs externes, sur le site du Bank Al Maghreb (BAM) pour obtenir des taux de bons de trésor servant comme base pour le calcul du coût de capital, et finalement sur les sites des entreprises concernées ainsi que les sites des sociétés de bourse pour compléter certaines informations.

4.2. Mesure des variables de l'étude

Nous mesurons les variables de la performance financière ainsi que les variables pouvant impacter cette performance.

4.2.1. les variables de mesure de la performance financière

Dans l'objectif de mesurer la création de valeur interne et d'évaluer son impact sur la performance boursière, deux variables ont été retenues : une variable de mesure de la performance intrinsèque (EVA) et une variable de mesure de la performance boursière (MVA).

4.2.2. Les variables impactant la performance de la décision stratégique

Concernant la mesure des effets de la gouvernance, de la taille et du secteur d'activité sur l'efficacité de la stratégie, nous adoptons les variables suivantes :

- Le nombre des administrateurs siégeant dans le conseil d'administration. Il est mesuré en pourcentage : Nombre d'administrateurs indépendants/nombre total du conseil d'administration (NB.IND)
- La taille du conseil d'administration : c'est le nombre des membres du conseil d'administration (T.CA)
- La concentration de l'actionnariat : elle est mesurée par le pourcentage de la part du principal actionnaire dans le capital de l'entreprise (CONC.ACT).
- La taille de l'entreprise : elle est mesurée par le logarithme népérien du total actif : \ln total actif (Taille)
- Le secteur d'activité : il prend une valeur de 1 à n selon le secteur auquel appartient l'entreprise (SECTi)

4.3. la méthode d'analyse des données

Nous avons, tout d'abord, calculé les variations en pourcentage de performances autour de l'année de la décision stratégique afin de constater l'évolution de la création de valeur suite à une décision stratégique.

Statistiquement, l'analyse des données s'appuiera sur une analyse univariée événementielle. Cette approche statistique consiste à analyser le niveau et l'évolution de la création de valeur autour de l'événement de la décision stratégique. Il s'agit de la projection de performance financière à travers la décision stratégique. Cette analyse par événements consiste à examiner le niveau de la création de valeur, trois ans avant et trois ans après la décision stratégique.

Ainsi, nous vérifierons tout d'abord si la prise de décision stratégique a eu un impact sur la performance financière en termes de création de valeur aux actionnaires en comparant les variations de performances avant et après la décision stratégique. Puis, sur la base d'un test de Wilcoxon nous allons tester la significativité de différence de la performance avant et après la décision stratégique.

Par ailleurs, et pour situer la décision stratégique dans le processus de création de valeur, nous allons vérifier, premièrement, si la décision a été prise dans une phase

croissante ou décroissante du processus de l'évolution de la performance financière. Ainsi, Sur la base des indicateurs de la performance financière calculés, deux groupes d'entreprises ont été formés. Le premier concerne les entreprises à performances financières pré-décision faibles. Le deuxième groupe, regroupe les entreprises à performances financières avant décision acceptables ou en hausse.

Des tests de corrélation ont été également calculés pour vérifier l'existence des liens entre certaines variables et la performance issue de la décision stratégique.

5. Analyse des résultats de l'étude

Dans cette section nous discuterons l'interaction entre les décisions stratégiques et la performance financière fondamentale et boursière à l'issue des données empiriques.

5.1. Décisions stratégiques et performance financière interne

L'analyse de l'évolution de la performance financière autour de l'année de la décision stratégique présentée dans le tableau 1, a montré pour la plupart des entreprises de l'échantillon que la décision stratégique avait un impact négatif sur la performance intrinsèque et ce, quel que soit la taille, le type de la décision ou le secteur auquel l'entreprise appartient. A titre d'illustration, l'entreprise ADDOHA a pris une décision stratégique d'internationalisation en 2013 dans un contexte de détérioration de sa performance. Sa performance en termes de l'EVA a chuté de 200.39% l'année de la décision et a continué à se détériorer après cette année, soit un écart de performance moyenne négatif entre la période post décision et celle pré-décision de l'ordre de 327.93%.

Ce constat peut être attribué notamment au contexte macroéconomique mitigé et particulièrement à la récession du secteur immobilier. En outre, la stratégie d'internationalisation en Afrique n'affectera le résultat de façon significative que sur le long terme le temps pour commercialiser les programmes de logement en cours; le lancement du plan génération cash qui vise à limiter la production en attendant le déstockage des logements déjà produits a également affecté les résultats et le cours en bourse de la société.

Cependant certaines entreprises ont connu une évolution favorable de la performance après la décision stratégique. En effet, la performance de MAROC

TELECOM, qui a pris une décision stratégique d'internationalisation en 2007, a connu une amélioration significative ; en moyenne, elle a augmenté de 73.09% en termes de l'EVA. En outre, IVOLYS et M2M ont affiché une amélioration de leurs performances intrinsèques post décision. Elles ont réalisé respectivement lors de la troisième année suivant la décision des augmentations de 230.41% et 59.65% et des écarts de performances moyennes post décision par rapport à celles pré-décision de 136.20% et 58.37% selon l'EVA. Dans le même sens, les entreprises COLORADO, AUTO HAULL, MANAGEM, DARI COUSPATE... ont connu des améliorations de performances suite à des décisions stratégiques.

Les résultats de l'analyse statistique basée sur le test de Wilcoxon présentés dans le tableau 2 montrent que les différences de performances entre les périodes avant et les périodes après la décision stratégique ne sont pas significatives lors de l'année de décision et l'année suivant la décision ($P\text{-value} < 0.05$). La différence devient significative au seuil de 5% lors de la deuxième année suivant la décision stratégique manifestant une dégradation des performances puisque 19 firmes ont vu leurs performances diminuer et que la somme des rangs négatifs est largement supérieure à la somme des rangs positifs. Les résultats de l'analyse montrent également que les moyennes de performances des périodes post décision stratégique (soit : $\text{moy}(n;n+2)$; $\text{moy}(n;n+3)$, $\text{moy}(n+1;n+3)$) sont significativement inférieures aux moyennes de la période pré-décision stratégique ($(\text{moy}(n-3;n-1))$ au seuil 5%.

Ces résultats infirment donc l'hypothèse de base (H1) selon laquelle la décision stratégique améliore la performance. Ils rejoignent l'étude de Graham et Richards 1979 qui mettent l'accent sur l'inertie (Hannan et Freeman, 1984) puisque l'implantation de changement stratégique dans l'entreprise peut être nuisible pour l'entreprise et sa performance. Les conclusions de Singh et al. (1986), et d'Amburgey et al. (1993) allaient dans le même sens. Visant à analyser l'effet des décisions entraînant des changements stratégiques, de leur timing et de leur type sur la performance et la durée de survie de l'organisation, ces auteurs ont trouvé un effet significatif de l'introduction des changements stratégiques sur le taux de mortalité de la firme.

Toutefois, ces conclusions ont été contestées par l'étude de Zajac et al. (2000), qui avance que l'effet négatif trouvé peut être attribué à deux situations, soit un

changement stratégique insuffisant pour l'adaptation à l'environnement amenant un effet négatif sur la performance ou un changement stratégique excessif menant au même résultat. Ces résultats trouvés peuvent également être justifiés par d'autres considérations à savoir: le moment de la prise de la décision n'était pas convenable ou l'influence négative des autres variables liées à l'entreprise et celles liées à l'environnement.

De même, la performance financière des entreprises restent indépendantes du type de la stratégie adoptée. Le tableau 3 montre l'évolution de la création de valeur, évaluée par l'EVA, de l'échantillon divisé selon le type de décision stratégique. Les résultats du test de Wilcoxon montrent des variations non significatives au seuil de 5% des performances après la décision par rapport à celles pré-décision. Ces conclusions sont validées également par le test de Kruskal Wallis (tableau 4) qui a révélé une absence de corrélation entre le type de stratégie adoptée et la performance financière.

Concernant l'impact de la performance financière sur la décision stratégique en termes de déclenchement de la décision stratégique, les résultats de l'étude ont infirmé cette hypothèse (H2); en effet, beaucoup d'entreprises de notre échantillon (AFRIQUIA GAZ, ATTIJARIWAFI BANK, CMT, MAROC TELECOM, FENIE BROSSETTE, MNAGEM, DISWAY, LABEL VIE...) ont pris des décisions stratégiques dans un moment de croissance de création de valeur. Ainsi notre deuxième hypothèse (H2) stipulant que le niveau faible de la performance financière déclenche la décision stratégique est remise en question. Ce constat rejoint les conclusions de Ginsberg (1988) qui montrent que le niveau faible de la performance n'est pas suffisant pour déclencher une décision stratégique engendrant un changement puisqu'il existe d'autres déterminants à savoir des changements internes comme changement de dirigeants et des changements externes.

Le niveau de la performance antérieur peut également influencer sur le niveau de la performance post décision. Toutefois, les résultats empiriques ont infirmé cette hypothèse (H3). En effet, l'analyse des cas d'entreprises fait ressortir que la plupart des firmes ayant pris des décisions stratégiques dans une phase de destruction ou de décroissance de création de valeur ont connu une dégradation de leurs performances post décision (tableau 1). A titre d'illustration, l'entreprise LAFARGE HOLCIM a connu

une forte dégradation de sa performance avant la prise de la décision de fusion-acquisition (sa performance a baissé de 30.91% en termes de l'EVA avant la prise de décision stratégique), toutefois sa performance financière a continué de se détériorer après cette décision, soit une dégradation de 64.5% entre la période post décision et celle pré-décision (moyenne de trois ans). Il en est de même pour d'autres entreprises comme CIH, Alliance et autres.

Ces constats sont confirmés par le test statistique de Wilcoxon. En effet, pour saisir l'impact du niveau de la performance pré-décision stratégique sur l'efficacité de la décision, deux sous-échantillons ont été formés : les firmes dont les niveaux de performances étaient faibles ou suivaient une tendance baissière et celles dont les niveaux de performances pré-décision suivaient une tendance haussière. Le tableau 5 révèle l'évolution de l'EVA selon son niveau pré-décision stratégique. Les données de l'analyse de la première catégorie montrent que les évolutions de performances sont non significatives l'année de décision et la deuxième année suivante. Toutefois, les performances ont baissé significativement au seuil de 5% lors de la troisième année suivant la décision ; en effet 10 firmes ont réalisé des baisses contre seulement 1 qui a enregistré une hausse et que les baisses étaient très importantes par rapport à la hausse car la somme des rangs négatifs est largement supérieure à la somme des rangs positifs. Les différences de performances moyennes des périodes post-décision par rapport aux performances moyennes de la période pré-décision ne sont pas significatives au seuil de 5%.

Concernant la deuxième catégorie des firmes dont les niveaux de performances avant la décision étaient faibles ou suivaient une tendance baissière, les variations de performances deviennent significatives au seuil de 5% lors de la deuxième année suivant la décision où 13 entreprises ont réalisé des baisses par rapport à 9 qui ont réalisé des hausses ; ces baisses ont été plus importantes que les hausses car la somme des rangs négatifs est largement supérieure à la somme des rangs positifs. Les moyennes de performances post décision de la période $(n; n+3)$ sont significativement différentes au seuil de 5% par rapport à celles de la période $(n-3; n-1)$ car la plupart des entreprises ont connu des baisses importantes.

Ce résultat remet en cause notre hypothèse (H3) stipulant que la décision stratégique prise dans une période de décroissance de la création de valeur peut conduire à une amélioration de la performance.

Pour tenir compte d'autres variables pouvant influencer la décision autre que le niveau antérieur de la performance, des tests de corrélations ont été réalisés entre les variables de gouvernance (comme le pourcentage de la propriété du capital de l'actionnaire majoritaire, le nombre des administrateurs indépendants et ceux n'exerçant pas de fonction de direction et la taille du conseil d'administration), de la taille et du secteur d'activité d'une part et l'écart de la performance entre la période post décision et celle pré-décision d'autre part.

Les résultats (tableau 9) ont montré une absence de corrélation entre le nombre des administrateurs indépendants et la taille du conseil et l'efficacité de la décision stratégique en terme de création de valeur actionnariale ; ce qui rejoint l'étude de Bhagat et Black, 2000) testant l'impact de l'indépendance du conseil, de sa composition, de sa taille, de la séparation entre directeur général et président du conseil, sur la richesse des actionnaires et dont les résultats sont contradictoires et peu significatifs. Cependant le test a révélé une corrélation négative entre le pourcentage de la propriété du capital de l'actionnaire majoritaire et la performance issue de la décision stratégique ; ce constat peut être expliqué par le fait que pour la plupart des entreprises de l'échantillon l'actionnaire majoritaire est lui-même le dirigeant. Ces résultats infirment la quatrième hypothèse de recherche.

En outre la taille (tableau 9) est corrélée négativement à la performance financière car une petite taille favorise la flexibilité et le changement contrairement à une grande taille qui peut favoriser la bureaucratie et l'inertie (Hannan et Freeman, 1984).

Le secteur (tableau 10) ne constitue pas un facteur qui affecte significativement la performance financière de la décision stratégique.

5.2. Décisions stratégiques et performance boursière

Sur le plan externe, une reconduction de l'analyse selon la MVA a été effectuée.

L'analyse des cas d'entreprises, pour lesquels des évolutions en pourcentage de performances ont été calculées avant et après la décision stratégique, a révélé des

évolutions de performances boursières selon les mêmes tendances que celles de performances internes pour certaines firmes mais une dichotomie pour d'autres. A titre d'illustration, l'entreprise ADDOHA a pris une décision stratégique d'internationalisation en 2013 dans un contexte de détérioration de sa performance financière. Lors de l'année de la décision, sa performance a chuté de 12.98% en termes de MVA et a continué de baisser les années suivantes ; soit un écart de performance moyenne négatif entre la période post décision et celle pré-décision de l'ordre de 109.37%.

Pour MAROC TELECOM qui a pris une décision stratégique d'internationalisation en 2007, la performance a connu une amélioration significative ; en moyenne, elle a augmenté de 43.54% en termes de MVA. De même, COLORADO a affiché une augmentation de 33.12% en troisième année et en moyenne de 587.67% en termes de MVA.

Toutefois d'autres entreprises, malgré des évolutions positives de leurs performances intrinsèques, leurs valeurs ont accusé des baisses au niveau boursier. En effet, IVOLYS et M2M ont affiché une amélioration de performances intrinsèques post-décision ; toutefois, sur le plan externe, leur performances n'ont pas suivi ; elles ont marqué, au contraire, des baisses respectives de 151.2% et 100.22 % en troisième année après la décision (soit des baisses moyennes respectives de 241.43% et 118.51%). Cette dichotomie entre la performance fondamentale et la performance boursière peut être attribuée à plusieurs facteurs notamment :

- la faible efficience de la bourse de Casablanca ;
- les investisseurs ne perçoivent pas l'importance et l'efficacité de telles décisions en termes de création de valeur ;
- les modes de gestion indicielle et réglementaire des grands investisseurs institutionnels peuvent pénaliser les petites capitalisations dont la pondération est faible dans l'indice boursier de référence ;
- le comportement de certains investisseurs ayant une vision court-termiste peut également conduire la valeur vers la baisse car ils préfèrent vendre leurs actions que d'attendre réaliser des performances sur le long terme.

Les résultats de test de Wilcoxon, présentés dans le tableau 6, révèlent des variations significatives au seuil de 5% la deuxième année où 20 firmes contre 13 ont connu des baisses significatives dans leurs performances. Ces résultats infirment donc l'hypothèse 1.

Les résultats de l'étude montrent également que la performance boursière n'est pas corrélée avec le type de stratégie adoptée. En effet, le tableau 7 montre l'évolution de la création de valeur évaluée par la MVA de l'échantillon divisé selon le type de décision stratégique. Les résultats de l'analyse montrent une variation non significative au seuil de 5% de la performance après décision par rapport à celle pré-décision pour toutes les décisions stratégiques. Ainsi, la performance boursière, évaluée en termes de MVA, n'a pas été influencée de façon significative suivant chaque type de décision stratégique.

Quant à l'impact du niveau de la performance antérieure à la décision sur la performance postérieure à la décision, les résultats de l'analyse du test de Wilcoxon présentés dans le tableau 8 révèlent que la décision stratégique n'avait pas un impact significatif sur les performances des firmes dont les performances pré-décision étaient en hausse. Par contre, pour les firmes dont les niveaux de performances avant la décision étaient faibles ou suivaient une tendance baissière, les performances affichent des variations significatives au seuil de 5% lors de la troisième année suivant la décision; sur cette période 13 firmes contre 9 ont connu des baisses et que les baisses sont plus profondes que les hausses car la somme des rangs négatifs est largement supérieure à la somme des rangs positifs. Les performances moyennes des périodes post décision ($n ; n+1$), ($n ; n+2$), ($n ; n+3$), ($n+1 ; n+3$) ont connu des baisses significatives au seuil de 5%, 5%, 1% et 5% respectivement puisque 16 firmes contre seulement 6 ont connu des baisses et que l'importance des baisses est plus élevée que celle des hausses. Ces résultats infirment l'hypothèse 3.

Conclusion

L'objectif de cette recherche a été d'étudier l'interaction entre la décision stratégique et la création de valeur actionnariale.

Les résultats de l'analyse des cas d'entreprises ayant pris des décisions stratégiques révèle dans l'ensemble que la prise de telles décisions affecte négativement la performance. Cet effet est confirmé par des tests statistiques.

Pour saisir l'impact de la performance financière sur la stratégie, deux sous-échantillons ont été créés. Les résultats de l'étude empirique montrent que le niveau antérieur de la performance financière n'est pas suffisant pour déclencher la décision stratégique et que l'impact de ce dernier est significativement négatif pour les firmes dont les performances avant la décision étaient faibles ; par contre un tel impact demeure globalement non significatif pour les firmes dont les performances pré-décision étaient en hausse. Il en découle que le niveau de la performance financière préalable à la décision n'est pas un facteur exclusif et déterminant de la réussite de la décision stratégique en termes de création de valeur.

Les autres facteurs comme la gouvernance, la taille et le secteur d'activité n'expliquent pas significativement et positivement la performance de la décision stratégique.

Ainsi, les résultats trouvés infirment nos hypothèses H1, H2, H3 et H4.

Toutefois certaines limites peuvent réduire les portées de ces résultats trouvés. La taille réduit de l'échantillon et de sous-échantillons ; les difficultés de calcul du coût du capital (bêta, cout d'endettement, la prime du marché) ; la durée de 3 ans peut être insuffisante pour évaluer la performance des décisions stratégiques qui ne peuvent apparaître qu'au-delà de cette durée.

D'autres pistes et prolongements de cette recherche s'avèrent pertinents. En effet, il serait judicieux de mener une réflexion sur l'impact du processus de la décision stratégique avec ses différents aspects (rationnel, politique, cognitif, affectif..) sur la performance. L'étude de la réaction de la valeur cotée en bourse face à la prise de décisions stratégiques sur le très court, le court, le moyen et le long terme permettra de comprendre la spécificité de la bourse de Casablanca.

Références bibliographiques

- ALCHIAN A.A., DEMSETZ H. (1972), "Production, Information Costs and Economic Organization", *American Economic Review*, vol. 62, n° 5, p. 777-795.
- AMBURGEY, T., KELLY, D., BARNETT, W. (1989), "Resetting the clock: The dynamics of organizational change and Failure », *Administrative Science Quarterly*, vol.38, p. 51-73.
- BANTEL, K. A., JACKSON, S. E. (1989), "Top management and innovations in banking: Does the composition of the top team make a difference?", *Strategic management journal*, vol. 10, n°51, p. 107-124.
- BARKER, V.L., DUHAIME, I.M. (1996), "Strategy changes in the turnaround process: Theory and empirical evidence ", *Strategy Management Journal*, n°18, p. 13-38
- BESANKO, D., DRANOVE, D., SHANLEY, M. (1996), « Economies of strategy », John Wiley & Sons, Inc, USA.
- BHAGAT, S., BLACK, B. (2000), "Board independence and long-term firm performance", University of Colorado.
- BOURGUIGNON, A. (1996) « Peut-on définir la performance ? », *Revue Française de Comptabilité*, juillet- août, p. 61-66.
- CHAGANTI, R., DAMANPOUR, F. (1991), "Institutional ownership, capital structure, and firm performance", *Strategic Management Journal*, vol. 12, n°7, p. 479-491.
- CHARREAUX, Gérard. (1994), « Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise », *Revue d'économie financière*, n°31, p. 49-79.
- CHARREAUX, G. (2000), « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *Revue du financier*, vol. 127. p.5
- CLARK, K.B., FUJIMOTO, T. (1991), "Product development performance: Strategy, organization, and management in the world auto industry", Boston, MA: Harvard Business Press, p. 121-161.
- CROZIER M., FRIEDBERG E. (1997), "L'acteur et le système », Editions du Seuil, Paris.
- FAMA, E.F., JENSEN, M.C. (1983), "Separation of ownership and control", *The journal of law and Economics*, vol. 26, n°2, p. 301-325.
- FEITLER, J. N., CORSI, T. M., GRIMM, C. M. (1998), "Strategic and performance changes among LTL motor carriers: 1976-1993", *Transportation journal*, vol.4, n°37, p. 5-12.
- FEITLER, J. N., CORSI, T.M, GRIMM. C.M. (1997), "Measuring firm strategies change in the regulated and deregulated motor carrier industry: An 18 year evaluation", *Transport Research*, vol. 33, n°3, p. 159-169.

- FORBES, D. P., MILLIKEN, F.J. (1999), "Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups", *Academy of management review*, vol. 24, n° 3, p. 489-505.
- FULLER, C., STOPFORD, J. (1992), "The firm matters not the industry'. Strategy: process, content, context, p. 610-617.
- GINSBERG, A. (1988), "Measuring and modeling changes in strategy: Theoretical foundations and empirical directions", *Strategic Management Journal*, vol.6, n°9, p. 559-575.
- GOES, J. B., Meyer, A. D. (1990), "Patterns of strategic change, environmental change, and performance: a longitudinal study of California hospitals", *Academy of Management Proceedings*, Vol. 1, n°1, p. 85-89
- GOODSTEIN, J., GAUTAM, K., BOEKER, W. (1994), "The effects of board size and diversity on strategic change", *Strategic management journal*, vol. 15, n°3, p. 241-250.
- HANNAN. M., FREEMAN. J. (1984), "Structural inertia and change", *American Sociological Review*49, p. 149-164.
- HAVEMAN, H. (1992), "Between a rock and a hard place: organizational change and performance under conditions of fundamental and environmental transformation", *Administrative Science Quarterly* 37, p. 48-75.
- HOSKISSON, R. E., HITT, M. A., HILL, C. W. (1991), "Managerial risk taking in diversified firms: An evolutionary perspective", *Organization science*, vol. 2, n°3, p. 296-314.
- JENSEN, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, n°2, p 323-329.
- JENSEN, M. C. (1993), "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *The Journal of Finance*, vol. 48, n° 3, p. 831-880.
- JENSEN M. C., MECKLING W.H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, n°4, p. 305-360.
- JULIAN, S. D., SCIFRES, E. (2002), "An interpretive perspective on the role of strategic control in triggering strategic change", *Journal of Business Strategies*, vol. 19, n° 2, p. 141.
- LEKER, J. (2000), "Reorientation in a competitive environment: an analysis of strategic change", *Schmalenbach Business Review: ZFBF*, n°53(1), p. 41.
- PORTER, M. (1986), « L'avantage concurrentiel : comment devancer ses concurrents et maintenir son avance », *InterEditions*, Paris.
- PRAHALAD, C., HAMEL, G. (1990), "The core competence of the corporation", *Harvard Business Review*, p.79-91.
- SINGH, J., HOUSE, R., TUCKER, D. (1989), "Organizational change and organizational mortality", *Administrative Science Quarterly*, n°31, 587-611
- STEWART, G. B. (1991), « The quest for value », *Harper Business*, New York.

- WILLIAMSON, O. E. (1989), "Transaction cost economics", Handbook of industrial organization, vol. 1, p. 135-182.
- ZAJAC, E. J, KRAATZ, M. S. (1993), "A diametric forces model of strategic change: Assessing the antecedents and consequences of restructuring in the higher education industry", Strategic Management Journal, vol. 14, n° S1, p. 83-102.
- ZAJAC, E. J., KRAATZ, M. S., BRESSER, R.K. (2000), "Modeling the dynamics of strategic fit: A normative approach to strategic change", Strategic management journal, p. 429-453.
- ZHANG, P. (2010), "Board information advantage: A study of board capital and absorptive capacity", Corporate Governance: An International Review, vol. 18, n° 5, p. 473-487.

Liste des tableaux

Tableau 1 : variations en pourcentage de la performance financière d'une année à l'autre et d'une période à l'autre	113
Tableau 2 : Évolution de la création de valeur de l'échantillon autour de l'année de décision stratégique selon l'EVA	116
(Test de Wilcoxon)	116
Tableau 3: Évolution de la création de valeur de l'échantillon divisé selon le type de décision stratégique en termes d'EVA.	117
(Test de Wilcoxon)	117
Tableau n°4 : corrélation entre la performance financière issue de la décision stratégique et le type de la stratégie (Test de Kruskal Wallis)	118
Tableau 5 : Évolution de la création de valeur autour de l'année de décision stratégique de l'échantillon divisé selon la performance pré-décision en termes d'EVA (test de Wilcoxon)	119
Tableau 6 : Évolution de la création de valeur de l'échantillon autour de l'année de décision stratégique en termes de MVA (test de Wilcoxon)	119
Tableau 7 : Évolution de la création de valeur de l'échantillon divisé selon le type de décision stratégique en termes de MVA (test de Wilcoxon)	119
Tableau n° 8: Évolution de la création de valeur autour de l'année de décision stratégique de l'échantillon divisé selon la performance pré-décision en termes de MVA (test de Wilcoxon)	120
Tableau n°9 : Corrélation entre la performance financière et les variables de gouvernance et la taille de la firme (test de Spearman)	121
Tableau n°10 : Corrélation entre la performance financière issue de la décision stratégique et le secteur d'activité des entreprises de l'échantillon (Test de Kruskal Wallis)	122

Annexes

Tableau 1 : variations en pourcentage de la performance financière d'une année à l'autre et d'une période à l'autre¹

Variations en termes de l'EVA										
Entreprises	n-3; n-2	n-2;n-1	n-1;n	n;n+1	n+1;n+2	n+2;n+3	moy (n-3; n-1); moy(n;n+1)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+2)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+3)	moy (n-3; n-1); moy (n+1;n+3)
ADDOHA	- 453,0 6	0,83	- 200,3 9	28,22	-2,92	- 35,05	-349,29	-328,34	-351,72	-327,93
ADDOHA	9136, 79	- 254,8 4	232,3 4	- 228,9 4	0,83	- 200,3 9	-58,97	-474,32	-1385,88	-2247,44
Afriquia Gaz	866,4 6	95,93	145,7 2	- 12,30	-4,66	- 62,58	379,16	361,74	286,24	244,80
Attijariwafabank	- 129,2 2	2371, 43	- 51,98	- 26,21	- 133,0 3	- 340,3 5	13,11	-35,17	-86,30	-125,12
BCP	103,4 9	- 1128, 91	298,8 1	- 214,7 1	-0,47	-1,99	88,11	29,98	-0,01	-87,22
BMCE	64,66	- 45,77	154,3 3	- 30,57	- 390,6 4	- 15,66	63,05	-120,76	-227,87	-334,65
CIH	-4,97	- 99,30	- 22,91	61,79	195,5 1	4,75	-28,71	-55,92	-67,03	-60,62
CMT	20,26	224,1 8	21,35	28,02	- 10,82	- 57,95	165,21	165,34	126,93	125,03
Colorado	13,81	- 12,17	52,41	4,84	- 63,68	55,78	49,19	17,95	10,06	-1,81
Risma	57,03	12,52	151,4 1	50,13	0,07	201,1 5	-17,67	-4,53	-37,31	-30,73
Alliance	115,0 9	- 71,84	- 212,7 3	- 567,7 7	- 52,84	74,57	-309,34	-425,08	-379,19	-454,08
BCP	99,58	- 1870, 02	- 46,22	103,4 9	- 1128, 91	298,8 1	83,80	85,19	94,88	104,36
DLM	- 527,9 8	135,7 5	- 41,81	225,4 3	23,86	- 87,67	424,75	521,63	435,20	496,04
FENIE BROSSETTE	262,5 1	2,80	- 83,47	- 46,84	3,35	69,16	-386,73	-411,06	-326,45	-337,14
Lafarge holcim	-	-	-	29,82	-1,21	-	-49,30	-47,33	-62,35	-64,50

¹n-3 : troisième année avant la décision. n-2 : deuxième année avant la décision. n-1 : première année avant la décision. n : année de décision. n+1 : année suivante la décision. n+2 : deuxième année suivante la décision. n+3 : troisième année après la décision. n-1 ; n : désigne l'évolution de performance en % entre l'année précédant la décision et l'année de décision. moy (n-3; n-1); moy(n;n+1) : correspond à l'évolution en % entre la performance moyenne de la période pré-décision allant de la troisième année avant la décision jusqu'à l'année de la décision moy (n-3; n-1) et la performance post-décision allant de l'année de la décision jusqu'à l'année suivantomoy(n;n+1). Les autres colonnes correspondent à l'évolution en % de la performance entre les périodes entre parenthèse.

	12,53	42,03	30,91			113,05				
Maroc Telecom	-16,86	35,05	47,17	1,97	2,23	-0,97	69,46	71,28	71,77	73,09
INVOLYS	46,84	68,40	296,80	71,93	127,05	230,41	179,35	143,85	141,74	136,20
M2m	9,64	-66,83	23,83	-8,49	453,46	59,65	-67,66	-21,41	27,22	58,37
Managem	79,51	321,89	138,90	12,72	249,55	-14,93	33,78	-16,06	-49,03	-75,14
Oulmès	250,75	88,82	178,67	188,84	135,41	88,80	-111,17	32,19	196,87	362,59
FENIE BROSSETTE	35,30	28,39	-2,95	262,51	2,80	83,47	-138,65	-190,88	-257,75	-351,55
Dari Couspate	-56,42	-48,18	65,16	71,74	52,97	55,30	-8,50	19,97	58,67	89,11
SNEP	-141,96	101,94	3737,17	341,40	226,39	50,91	-212,41	-592,51	-623,14	-850,52
DISWAY	-30,91	72,62	53,89	133,58	107,65	2439,51	-36,58	-56,09	-95,77	-158,01
Auto hall	0,39	-74,03	18,17	-59,69	307,19	45,49	-80,18	-71,32	-61,62	-58,25
Unimer	118,07	-170,98	305,27	-4,97	6,07	54,97	469,24	475,63	559,70	585,02
HPS	29,05	-72,34	240,05	113,48	794,51	123,08	-40,49	-115,61	-102,14	-148,71
IB MAROC	-42,96	-400,35	90,35	206,27	237,03	134,68	110,89	-61,36	-317,80	-341,28
Label Vie	-95,89	4000,89	1620,68	58,60	146,86	71,20	-2093,93	-2390,00	-3051,08	-3094,67
Maroc leasing	-45,17	-73,66	116,83	-35,07	25,17	14,28	-287,61	-344,25	-392,48	-446,71
PAPELERA DE TETUAN SA	0,71	56,07	561,46	-77,60	41,71	31,67	-394,55	-352,65	-302,49	-317,89
Stokvis	39,77	-75,61	257,40	164,58	509,86	10,76	-110,41	-158,81	-178,82	-185,50
Taslif	-697,76	478,72	-95,75	58,23	10,56	12,17	-248,51	-193,57	-160,51	-83,47
Variations en termes de MVA										
Entreprises	n-3; n-2	n-2;n-1	n-1;n	n;n+1	n+1;n+2	n+2;n+3	moy (n-3; n-1); moy(n;n+1)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+2)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+3)	moy (n-3; n-1); moy(n+1;n+3)
ADDOHA	-50,09	-30,86	12,98	92,60	946,46	96,28	-73,77	-92,71	-94,82	-109,37
ADDOHA	-44,53	-0,74	-3,15	50,09	30,86	12,98	-43,05	-53,29	-59,26	-71,01
Afrika Gaz	60,22	54,41	19,66	-4,24	-0,33	-3,58	71,24	69,82	67,61	65,17

Attijariwafabank	31,84	- 30,71	-4,47	84,89	- 26,20	178,0 3	15,38	13,76	-36,24	-41,98
BCP	- 78,31	317,3 4	-1,39	- 130,9 4	329,3 1	- 84,36	-56,43	-41,12	-52,34	-78,51
BMCE	138,8 2	143,0 1	239,3 0	- 15,19	-6,36	- 11,51	493,88	466,05	437,45	402,37
CIH	- 44,67	- 34,59	6,65	- 34,07	- 43,97	42,99	-49,84	-59,12	-61,35	-68,62
CMT	- 28,27	96,30	86,41	37,82	- 52,71	39,34	199,59	154,46	148,05	146,75
Colorado	- 58,58	99,50	14,08	- 29,22	847,6 0	33,12	7,78	254,06	447,30	587,66
Risma	5,41	- 56,12	- 149,4 0	436,0 2	101,4 6	- 93,79	-67,86	-17,11	-34,97	-4,21
Alliance	- 32,35	- 61,76	- 53,43	- 159,6 3	- 201,6 1	48,27	-96,23	-108,68	-110,85	-120,70
BCP	32,73	-8,26	- 57,16	- 78,31	317,3 4	-1,39	-73,14	-68,78	-66,73	-70,36
DLM	- 21,14	- 99,15	2760, 64	-9,07	101,7 2	- 96,69	-69,40	-60,00	-69,51	-70,04
FENIE BROSSETTE	- 83,29	- 250,2 4	- 64,72	93,00	- 1173, 12	-0,33	-172,45	-188,53	-196,67	-183,75
Lafarge holcim	- 28,67	- 22,36	4,71	31,43	-0,30	12,04	-11,21	-7,29	-2,30	4,69
Maroc Telecom	17,53	42,24	13,57	5,14	- 16,95	12,66	51,87	44,34	44,67	43,54
INVOLYS	166,5 8	- 103,1 8	- 1125, 25	- 60,90	42,29	151,2 0	-213,64	-202,73	-227,85	-241,43
M2m	- 13,61	- 72,25	- 69,07	325,8 3	55,83	100,2 2	-106,65	-107,95	-111,24	-118,51
Managem	127,4 5	428,2 2	125,3 1	-9,96	- 35,08	- 23,45	404,71	339,98	289,40	242,15
Oulmès	- 35,09	- 40,91	167,1 7	- 48,88	15,29	19,61	14,27	5,89	6,07	-8,99
FENIE BROSSETTE	- 71,92	17,94	96,67	- 83,29	- 250,2 4	- 64,72	-29,27	-62,99	-84,77	-120,10
Dari Couspate	8,77	- 33,90	- 91,58	1238, 74	45,40	89,72	-53,47	-27,02	14,45	50,45
SNEP	- 76,11	- 22,15	- 18,36	- 115,6 3	- 24,52	- 22,43	-86,52	-93,08	-96,72	-106,28
DISWAY	- 101,5 8	3495, 98	189,7 2	- 88,26	609,7 6	106,9 8	71,51	-46,88	-155,21	-275,94
Auto hall	- 126,4 4	-9,27	4,22	243,9 6	- 32,81	78,81	-59,15	-12,85	45,72	156,24
Unimer	- 58,15	614,3 5	-2,11	- 23,36	14,11	48,72	75,91	75,34	96,27	95,30
HPS	29,66	- 71,72	9,08	45,95	- 64,56	- 73,10	-44,58	-55,29	-64,90	-68,22
IB MAROC	178,6 4	- 44,19	- 94,06	- 1083, 67	44,46	- 62,95	-122,93	-124,73	-130,10	-141,86

Label Vie	4,87	-8,70	10,69	6,29	-9,68	18,22	9,09	6,57	9,93	11,32
Maroc leasing	-	-	249,4	199,3	-	-	97,89	93,28	82,65	110,50
	17,12	76,96	0	3	37,95	18,10				
PAPELERA DE TETUAN SA	-	21,19	6,16	-4,71	-	-	7,86	-13,81	-32,78	-47,20
	22,00			59,29	75,94					
Stokvis	-	-	-	-	500,1	-	-92,41	-87,38	-91,34	-95,41
	31,56	34,54	66,92	127,1	9	114,2				
Tasliif	3,40	-	27,21	13,30	76,52	0,83	25,92	62,66	81,52	102,67
		11,88								

Source : réalisé par nos soins sur la base des données brutes collectées des états de synthèse des entreprises de l'échantillon publiées dans le site de CDVM (<http://www.ammc.ma/>), des données de marché financier auprès du site de la bourse de Casablanca (<http://www.casablanca-bourse.com/>) ainsi que des données de la courbe des taux publiée par Bank Al Maghreb (www.bkam.ma). Ces données sont traitées, calculées et mises en forme par nous-même.

Tableau 2 : Évolution de la création de valeur de l'échantillon autour de l'année de décision stratégique selon l'EVA² (Test de Wilcoxon)

	n-1;n	n;n+1	n+1;n+2	n+2;n+3	moy (n-3; n-1); moy(n;n+1)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+2)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+3)	moy (n-3; n-1); moy(n+1;n+3)
Nombre de rangs négatifs	19	16	19	17	23	24	23	23
Nombre de rangs positifs	14	17	14	16	10	9	10	10
somme des rangs négatifs	335	290	406	351	386	443	445	419
somme des rangs positifs	226	271	155	210	175	118	116	142
P-value	0,33	0,865	0,025	0,208	0,059	0,004	0,03	0,013

Source : réalisé par nos soins sur la base des données collectées, calculées, analysées sur SPSS et mises en forme par nous-même.

² n-3 : troisième année avant la décision. n : année de décision. n+1 : année suivante la décision. n+2 : deuxième année suivant la décision. n+3 : troisième année après la décision. n-1 ; n : désigne la différence de performance entre l'année précédant la décision et l'année de décision. moy (n-3; n-1); moy(n;n+1) : correspond à la différence entre la performance moyenne de la période pré-décision allant de la troisième année avant la décision jusqu'à l'année de la décision moy (n-3; n-1) et la performance moyenne post-décision allant de l'année de la décision jusqu'à l'année suivante moy(n;n+1). Les autres colonnes correspondent à la différence de performance entre les périodes entre parenthèse.

Tableau 3: Évolution de la création de valeur de l'échantillon divisé selon le type de décision stratégique en termes d'EVA. (Test de Wilcoxon)

Stratégie de fusion-acquisition								
	n-1;n	n;n+1	n+1;n+2	n+2;n+3	moy (n-3; n-1); moy(n;n+1)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+2)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+3)	moy (n-3; n-1); moy(n+1;n+3)
Nombre de rangs négatifs	8	6	7	6	9	10	9	9
Nombre de rangs positifs	4	6	5	6	3	2	3	3
somme des rangs négatifs	57	30	57	51	62	64	61	61
somme des rangs positifs	21	48	21	21	16	14	17	17
P-value	0,158	0,48	0,158	0,347	0,07	0,50	0,08	0,08
stratégie d'internationalisation								
	n-1;n	n;n+1	n+1;n+2	n+2;n+3	moy (n-3; n-1); moy(n;n+1)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+2)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+3)	moy (n-3; n-1); moy(n+1;n+3)
Nombre de rangs négatifs	3	5	6	5	3	5	6	6
Nombre de rangs positifs	5	3	2	3	5	3	2	2
somme des rangs négatifs	17	23	29	28	11	23	26	27
somme des rangs positifs	22	13	7	8	25	13	10	9
P-value	0,575	0,484	0,123	0,161	0,327	0,484	0,263	0,208
Stratégie de partenariat								
	n-1;n	n;n+1	n+1;n+2	n+2;n+3	moy (n-3; n-1); moy(n;n+1)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+2)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+3)	moy (n-3; n-1); moy(n+1;n+3)
Nombre de rangs négatifs	5	5	5	4	6	6	6	7
Nombre de rangs positifs	4	4	4	5	3	3	3	2
somme des rangs négatifs	22	27	32	20	25	19	30	31
somme des rangs positifs	23	18	13	25	20	16	15	14
P-value	0,953	0,594	0,26	0,767	0,767	0,441	0,374	0,314

Source : réalisé par nos soins sur la base des données collectées, calculées, analysées sur SPSS et mises en forme par nous-même.

Tableau n°4 : corrélation entre la performance financière issue de la décision stratégique et le type de la stratégie (Test de Krukal Walis)

	EVA	MVA
Khi-deux	2,769	3,175
ddl	4	4
Signification asymptotique	,597	,529

sous-échantillon 1 : performance pré-décision en hausse								
	n-1;n	n;n+1	n+1;n+2	n+2;n+3	moy (n-3; n-1); moy(n;n+1)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+2)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+3)	moy (n-3; n-1); moy(n+1;n+3)
Nombre de rangs négatifs	6	5	6	10	4	5	6	6
Nombre de rangs positifs	5	6	5	1	7	6	5	5
somme des rangs négatifs	31	36	42	61	13	27	33	36
somme des rangs positifs	35	30	24	5	53	39	33	30
P-value	0,859	0,79	0,424	0,013	0,08	0,59	1,00	0,79
sous-échantillon 2 : performance pré-décision faible								
	n-1;n	n;n+1	n+1;n+2	n+2;n+3	moy (n-3; n-1); moy(n;n+1)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+2)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+3)	moy (n-3; n-1); moy(n+1;n+3)
Nombre de rangs négatifs	13	11	13	7	16	17	16	17
Nombre de rangs positifs	9	11	9	15	6	5	6	5
somme des rangs négatifs	170	129	191	108	188	209	205	207
somme des rangs positifs	83	124	62	145	65	44	48	46
P-value	0,158	0,935	0,036	0,548	0,46	0,07	0,011	0,09

Source : réalisé par nos soins sur la base des données collectées, calculées, analysées sur SPSS et mises en forme par nous-même.

Tableau 5 : Évolution de la création de valeur autour de l'année de décision stratégique de l'échantillon divisé selon la performance pré-décision en termes d'EVA (test de Wilcoxon)

Source : réalisé par nos soins sur la base des données collectées, calculées, analysées sur SPSS et mises en forme par nous-même

Tableau 6 : Évolution de la création de valeur de l'échantillon autour de l'année de décision stratégique en termes de MVA (test de Wilcoxon)

	n-1;n	n;n+1	n+1;n+2	n+2;n+3	moy (n-3; n-1); moy(n;n+1)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+2)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+3)	moy (n-3; n-1); moy(n+1;n+3)
Nombre de rangs négatifs	15	21	20	20	19	21	20	20
Nombre de rangs positifs	18	12	13	13	14	12	13	13
somme des rangs négatifs	232	346	390	288	324	319	333	316
somme des rangs positifs	329	215	171	273	273	242	228	245
P-value	0,386	0,242	0,050	0,893	0,437	0,492	0,348	0,526

Source : réalisé par nos soins sur la base des données collectées, calculées, analysées sur SPSS et mises en forme par nous-même.

Tableau 7 : Évolution de la création de valeur de l'échantillon divisé selon le type de décision stratégique en termes de MVA (test de Wilcoxon)

Stratégie de fusion-acquisition								
	n-1;n	n;n+1	n+1;n+2	n+2;n+3	moy (n-3; n-1); moy(n;n+1)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+2)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+3)	moy (n-3; n-1); moy(n+1;n+3)
Nombre de rangs négatifs	5	7	7	7	6	7	7	6
Nombre de rangs positifs	7	5	5	5	6	5	5	6
somme des rangs négatifs	25	39	47	38	46	43	42	32
somme des rangs positifs	53	39	31	40	32	35	36	46
P-value	0,272	1	0,53	0,937	0,58	0,75	0,81	0,58
stratégie d'internationalisation								
	n-1;n	n;n+1	n+1;n+2	n+2;n+3	moy (n-3; n-1); moy(n;n+1)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+2)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+3)	moy (n-3; n-1); moy(n+1;n+3)
Nombre de	5	4	6	6	5	5	6	6

rangs négatifs								
Nombre de rangs positifs	3	4	2	2	3	3	2	2
somme des rangs négatifs	19	18	30	23	16	16	21	21
somme des rangs positifs	17	18	6	13	20	20	15	15
P-value	0,889	1	0,093	0,484	0,779	0,779	0,674	0,674
Stratégie de partenariat								
	n-1;n	n;n+1	n+1;n+2	n+2;n+3	moy (n-3; n-1); moy(n;n+1)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+2)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+3)	moy (n-3; n-1); moy(n+1;n+3)
Nombre de rangs négatifs	4	7	6	5	6	7	6	6
Nombre de rangs positifs	5	2	3	4	3	2	3	3
somme des rangs négatifs	26	32	29	18	35	34	31	30
somme des rangs positifs	19	13	16	27	10	11	14	15
P-value	0,678	0,26	0,441	0,594	0,139	0,173	0,314	0,374

Source : réalisé par nos soins sur la base des données collectées, calculées, analysées sur SPSS et mise en forme par nous-même.

Tableau n° 8: Évolution de la création de valeur autour de l'année de décision stratégique de l'échantillon divisé selon la performance pré-décision en termes de MVA (test de Wilcoxon)

sous-échantillon 1 : performance pré-décision en hausse								
	n-1;n	n;n+1	n+1;n+2	n+2;n+3	moy (n-3; n-1); moy(n;n+1)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+2)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+3)	moy (n-3; n-1); moy(n+1;n+3)
Nombre de rangs négatifs	3	9	7	7	2	4	4	4
Nombre de rangs positifs	8	2	4	4	9	7	7	7
somme des rangs négatifs	13	50	40	37	13	15	16	19
somme des rangs positifs	53	16	26	29	53	51	51	47
P-value	0,075	0,131	0,534	0,722	0,075	0,110	0,131	0,213
sous-échantillon 2 : performance pré-décision faible								
	n-1;n	n;n+1	n+1;n+2	n+2;n+3	moy (n-3; n-1); moy(n;n+1)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+2)	moy (n-3; n-1); moy(n;n+3)	moy (n-3; n-1); moy(n+1;n+3)

Nombre de rangs négatifs	12	12	13	13	17	17	16	16
Nombre de rangs positifs	10	10	9	9	5	5	6	6
somme des rangs négatifs	140	130	187	123	202	199	209	189
somme des rangs positifs	113	123	66	130	51	54	44	64
P-value	0,661	0,910	0,050	0,910	0,014	0,019	0,007	0,042

Source : réalisé par nos soins sur la base des données collectées, calculées, analysées sur SPSS et mises en forme par nous-même.

Tableau n°9 : Corrélation entre la performance financière et les variables de gouvernance et la taille de la firme (test de Spearman)

		taille	CONC.ACT	NB.IND. %	T.CA
Rho de SPEARMAN Ecart_Perf ³ _EVA	Corrélation de corrélation Sig. N	-0.450** 0.009 33	-0.380* 0.029 33	0.106 0.557 33	-0.162 0.367 33
Rho de SPEARMAN Ecart_Perf_MVA	Corrélation de corrélation Sig. N	-0.152 0.399 33	0.070 0.697 33	0.268 0.131 33	0.077 0.670 33

****.**La corrélation est significative au niveau 0,01 (bilatéral).

***.**La corrélation est significative au niveau 0,05 (bilatéral).

Source : réalisé par nos soins sur la base des données collectées, calculées, analysées sur SPSS et mise en formes par nous-même.

³ Ecart_Perf : c'est l'écart de performance moyenne entre la période post décision (n ; n+3) et la période pré-décision stratégique (n-3 ; n-1)

Tableau n°10 : Corrélation entre la performance financière issue de la décision stratégique et le secteur d'activité des entreprises de l'échantillon (Test de Krukal Walis)

	ECART_PERF_EVA	ECART_PERF_MVA
Khi-deux	16,480	19,862
ddl	13	13
Signification asymptotique	,224	,099

Source : réalisé par nos soins sur la base des données collectées, calculées, analysées sur SPSS et mises en forme par nous-même