

Caractéristiques du Conseil d'Administration et création de valeur sous le prisme de la valeur actionnariale et partenariale : cas des entreprises non financières cotées à la bourse de Casablanca

Board of directors characteristics and value creation through the lens of shareholder and stakeholder value: The case of non-Financial companies listed on the Casablanca Stock Exchange

Asmaa NASSIRI & Mohamed LAIACHI

Université Hassan II de Casablanca - Fsjes Ain Sebaâ

Laboratoire de Modélisation Appliquée à l'Économie et à la Gestion

Asmaa.nassiri09@gmail.com - Mohamed.laiachi@univh2c.ma

Résumé : L'objectif de ce papier est de mettre en lumière les caractéristiques de nature disciplinaire et cognitive du conseil d'administration qui influencent significativement la valeur actionnariale et partenariale des entreprises marocaines non financières cotées à la bourse de Casablanca. L'objectif est de dépasser l'approche traditionnelle dite disciplinaire et de cerner également les caractéristiques de nature cognitive (niveau et type de formation, expériences professionnelles...). Les caractéristiques disciplinaires postulent limiter les comportements opportunistes de certains dirigeants, tandis que les caractéristiques cognitives mettent en avant la capacité du conseil d'administration à participer à l'élaboration de la stratégie. Chacune de ces caractéristiques correspond à une fonction attendue du conseil d'administration et pourrait, ainsi, représenter une source de création de valeur pour l'entreprise.

L'analyse empirique portant sur un panel de 39 entreprises marocaines non financières cotées durant la période 2017-2023, fait apparaître des résultats satisfaisants montrant ainsi l'importance des caractéristiques du conseil d'administration sur la création de valeur actionnariale mesurée par le MBR et le ROE ainsi que sur la création de valeur partenariale estimée par la VA.

Mots clés : Conseil d'Administration, création de valeur actionnariale, création de valeur partenariale, approche disciplinaire, approche cognitive.

Abstract : The objective of this paper is to highlight the disciplinary and cognitive characteristics of the board of directors that significantly influence the shareholder and partnership value of non-financial Moroccan companies listed on the Casablanca Stock Exchange. The objective is to go beyond the traditional so-called disciplinary approach and also identify the cognitive characteristics (level and type of training, professional experience, etc.). The disciplinary characteristics claim to limit the opportunistic behavior of managers, while the cognitive characteristics highlight the ability of the board of directors to participate in the development of the strategy. Each of these characteristics corresponds to an expected function of the board of directors and could, thus, represent a source of value creation for the company.

The empirical analysis on a panel of 39 non-financial Moroccan companies listed during the period 2017-2023, reveals satisfactory results thus showing the importance of the characteristics of the board of directors on the creation of shareholder value measured by the MBR and the ROE as well as on the creation of partnership value estimated by the accounting added value.

Key Words : Board of Directors, creation of shareholder value, creation of partnership value, disciplinary approach, cognitive approach.

Introduction

Le débat sur la gouvernance des entreprises a fait l'objet d'un intérêt renouvelé après les nombreux scandales financiers qui ont frappé les grandes entreprises cotées (Enron, 2001 ; Andersen, 2002 ; Worldcom ou Parmalat, 2003 ; etc.), et a généré une crise de confiance ayant conduit à un profond questionnement sur les pouvoirs et autres avantages dévolus aux dirigeants de ces entreprises.

En pratique, la transparence et la responsabilité sont devenues primordiales pour attirer les investisseurs et les fonds de capital d'une part, et pour assurer la stabilité et la sécurité financières d'autre part. L'environnement des affaires étant devenu très compétitif, le risque et l'incertitude sont les principales caractéristiques des affaires d'aujourd'hui. Dans cet environnement moderne, il est devenu très difficile de prévoir et de contrôler les facteurs qui impactent la performance des entreprises. Les bonnes pratiques de gouvernance pourraient être l'une des meilleures solutions afin de réduire le risque et l'incertitude dans l'environnement actuel.

Le conseil d'administration occupe une place centrale dans la gouvernance des entreprises, agissant à la fois comme un mécanisme de surveillance et un moteur stratégique (Charreaux, 2000 ; Godard et Schatt A. 2001). Sa composition, ses compétences, et sa dynamique influencent de manière significative la capacité de l'entreprise à créer de la valeur, tant pour ses actionnaires que pour ses partenaires. Traditionnellement, l'accent a été mis sur les caractéristiques disciplinaires du conseil, telles que la taille, l'indépendance, et la diversité des administrateurs, qui sont censées garantir une gestion efficace et alignée avec les intérêts des actionnaires. Toutefois, dans un environnement économique de plus en plus complexe et interconnecté, de nouvelles dimensions cognitives émergent, mettant en lumière l'importance de la prise de décision, de la réflexion stratégique et de la capacité d'adaptation face aux défis internes et externes.

L'impact des caractéristiques disciplinaires et cognitives du conseil d'administration sur la création de valeur est un sujet en plein essor dans la littérature académique. Plusieurs études ont tenté d'identifier son impact sur la performance financière des entreprises (Carter et al., 2003 ; Randoy et al., 2006 ; Rose, 2007).

D'une part, les dimensions disciplinaires sont associées à la réduction des conflits d'intérêts et à la mise en place de mécanismes de contrôle renforcés, contribuant ainsi à la performance financière et à la maximisation de la valeur pour les actionnaires. D'autre part, les dimensions cognitives, telles que la diversité des expériences, la prise de décision collective et la capacité d'innovation, jouent un rôle crucial dans la gestion des relations partenariales et dans la création de valeur à long terme pour les parties prenantes. En effet, alors que les actionnaires cherchent souvent une rentabilité immédiate, les partenariats stratégiques exigent une gestion axée sur la coopération et l'engagement durable.

Ainsi, la diversité au sein du conseil d'administration est souvent considérée comme un facteur clé pour renforcer la durabilité et la résilience des entreprises dans un contexte où les critères ESG deviennent essentiels pour la compétitivité à long terme. En effet, La diversité du conseil d'administration (en termes de genre, de formation, d'expérience, d'indépendance...) contribue de manière significative à l'atteinte des objectifs ESG. Elle améliore la gouvernance, stimule l'innovation, renforce la prise en compte des enjeux sociaux et environnementaux, et favorise une gestion transparente et éthique, essentielle pour répondre aux attentes croissantes de l'ensemble des parties prenantes.

De ce qui précède, et en se référant aux apports des approches de la gouvernance. L'objectif de ce travail est de déterminer l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur la création de valeur actionnariale et partenariale des entreprises marocaines non financières cotées. L'intérêt de ce travail réside dans sa double approche novatrice, qui combine, d'une part, les dimensions disciplinaires et cognitives de la gouvernance au sein du conseil d'administration et, d'autre part, une vision plus élargie de la création de valeur. En effet, en combinant les deux approches de la gouvernance, ce travail permet d'enrichir notre compréhension des différentes caractéristiques des conseils d'administration (taille, indépendance, mixité, type et niveau de formation, expériences professionnelles...) et d'apporter une compréhension plus fine de la manière dont les conseils d'administration, en alliant rigueur disciplinaire et agilité cognitive, peuvent contribuer à la performance globale de l'entreprise et à sa pérennité dans un environnement globalisé et de plus en plus complexe.

D'autre part, ce travail va au-delà de la simple création de valeur actionnariale, souvent privilégiée dans les études traditionnelles, pour intégrer la notion de valeur partenariale. Cette approche permet d'élargir l'analyse à l'ensemble des parties prenantes. L'intégration de cette dimension partenariale est d'autant plus pertinente dans le contexte marocain où les relations avec les parties prenantes jouent un rôle primordial dans la durabilité et la compétitivité des entreprises cotées. En explorant à la fois la valeur pour les actionnaires et celle générée pour les autres parties prenantes, ce travail propose une approche intégrée de la création de valeur au sein des entreprises marocaines cotées.

A ce niveau, il s'avère important de présenter la structure de cet article qui sera présenté comme suit : la première partie traitera les principales études antérieures qui se rapportent à l'impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la création de valeur. La présentation de l'échantillon, l'opérationnalisation des variables ainsi que l'approche méthodologique feront l'objet de la deuxième partie. Finalement l'analyse ainsi que la discussion des résultats seront exposées dans la troisième partie.

1. Caractéristiques du conseil d'administration et création de valeur : revue de littérature et formulation des hypothèses de recherche

La littérature en gouvernance d'entreprise a montré que l'étude de la composition du conseil d'administration devait s'intéresser de plus en plus aux rôles des membres du conseil, à leurs caractéristiques, au-delà du rôle traditionnel de contrôle, de surveillance (Ruigrok et al., 2007) et d'alignement des intérêts entre actionnaires et dirigeants, exigé par la théorie de l'agence (Daily et al., 2003). En effet, Le rôle du conseil d'administration dans la gouvernance des entreprises a été largement étudié ces dernières décennies, avec un intérêt croissant pour les facteurs qui influencent sa capacité à créer de la valeur. Parmi ces facteurs, les caractéristiques disciplinaires et cognitives du conseil sont particulièrement pertinentes pour comprendre l'impact du conseil sur la performance de l'entreprise et la maximisation de la valeur pour l'ensemble de ses parties prenantes.

Cette partie de revue de littérature se propose d'explorer les travaux réalisés sur l'analyse de l'effet des caractéristiques disciplinaires et cognitives du conseil d'administration sur la création de valeur pour l'entreprise. Nous aborderons ces travaux en considérant les caractéristiques principales suivantes : la taille du conseil, présence des administrateurs étrangers, l'indépendance des administrateurs, la diversité du genre, dualité, nombre de réunion, le type et niveau de formation ainsi que les expériences professionnelles.

1.1 Taille du conseil d'administration

Pendant de nombreuses années, la corrélation entre la taille du conseil d'administration et la création de valeur des entreprises a été le sujet de plusieurs études et recherches scientifiques menées dans différents contextes. Cependant, les résultats de ces études sont loin d'être unanimes. En effet, le premier courant de pensée considère qu'une taille plus grande du conseil d'administration peut offrir plus de diversité, de connaissances, de compétences ainsi qu'un accès facilité à l'expertise (Pearce et Zahra, 1992 ; Provan, 1980 ; Dalton et al., 1999) . En outre, plus la taille du conseil d'administration est grande, plus les différentes connaissances des administrateurs permettent d'exercer un contrôle efficace sur les dirigeants et d'améliorer la performance (Pfeiffer, 1972).

De leur part, Zhang et Zhou (2023) ont mené une étude sur l'importance de la taille du conseil d'administration dans la gestion de la performance durable, mesurée par des indicateurs à la fois financiers et non financiers (par exemple, la responsabilité sociale). Les résultats montrent que la taille du conseil d'administration influence directement la capacité de l'entreprise à atteindre des objectifs à long terme en matière de durabilité, favorisant la création de valeur partenariale, tout en ayant un impact indirect sur la performance financière à long terme.

Par ailleurs, Hassan et al. (2021), a exploré le rôle des caractéristiques du conseil, y compris sa taille, dans la performance des entreprises, en particulier en lien avec les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Cette étude montre que la taille du conseil d'administration affecte directement la manière dont une entreprise peut répondre aux préoccupations des parties prenantes, et influence la valeur partenariale, en plus de la performance financière. Un conseil plus large est souvent perçu comme plus apte à gérer des questions ESG, augmentant ainsi la création de valeur pour les parties prenantes à long terme.

Un autre courant de pensée stipule qu'une taille plus grande du conseil d'administration peut également générer des inefficacités ou des difficultés de coordination. Il en résulte des conflits d'intérêt entre les différents membres du conseil d'administration et les managers. Le conseil d'administration devient alors divisé et inefficace menant à des difficultés et des retards dans le processus de prise de décision (Jensen, 1993).

Par ailleurs, Mollah et Lipy (2021), ont analysé l'effet de la taille et de la diversité du conseil d'administration sur la performance des entreprises dans les marchés émergents. L'étude révèle que les conseils trop grands sont moins efficaces dans les marchés émergents, tandis que ceux de taille modérée semblent mieux équilibrer la surveillance et l'innovation, favorisant ainsi une meilleure création de valeur à la fois pour les actionnaires et les autres parties prenantes.

En outre, l'étude empirique de Zhao et Li (2020) sur le marché chinois montre que la taille du conseil a un impact significatif négatif sur la performance financière des entreprises, mesurée par la rentabilité et la performance boursière. Les résultats indiquent que des conseils plus petits sont généralement plus efficaces pour surveiller les actions des dirigeants, ce qui conduit à une meilleure performance de l'entreprise.

Nous suggérons que la taille du conseil d'administration a un effet positif sur le processus de création de valeur et nous formulons nos deux hypothèses de recherche comme suit :

H1 : la taille du conseil d'administration a un impact positif sur la création de valeur actionnariale.

H1' : la taille du conseil d'administration a un impact positif sur la création de valeur partenariale.

1.2 Présence d'administrateurs étrangers

Le rôle des administrateurs étrangers au sein des conseils d'administration a suscité l'intérêt de plusieurs auteurs, notamment en raison de leur potentiel à influencer la performance et la création de valeur des entreprises. En étudiant un échantillon de plus de 200 entreprises norvégiennes et suédoises entre 1996 et 1998. (Oxelheim & Randoy, 2003) soulignent au terme de leurs travaux de recherche que la présence d'administrateurs étrangers au sein des conseils d'administration des entreprises influence positivement leur performance. Nereida & Ken (2015) ont prouvé également un impact significatif positif entre la présence d'administrateurs étrangers et la performance des banques en Turquie. En plus de l'expertise et de la vision nouvelle qu'ils apportent à l'entreprise, le recrutement d'un administrateur étranger serait considéré comme étant un indice de transparence et de bonne gouvernance.

Par ailleurs, selon Oxelheim et Randøy (2003), la présence d'administrateurs étrangers au sein du conseil d'administration permet d'améliorer la performance financière de l'entreprise mesurée par le Q de Tobin. Ils expliquent ce résultat par le signal de transparence que l'entreprise transfère aux investisseurs lorsqu'elle désigne un membre étranger au sein de son conseil d'administration.

Cependant, ces résultats ne font pas l'unanimité. En effet, les résultats de l'étude de Jaoua et Ben mim (2018) sur les firmes françaises révèlent l'existence d'une relation négative et significative entre la proportion d'administrateurs étrangers et le ROA. Ces résultats rejoignent ceux de Cavaco, Challe, Crifo et Rebérioux (2012) selon lesquels il existe un lien significatif et négatif entre le pourcentage d'administrateurs étrangers au sein du conseil d'administration et la performance financière des entreprises françaises mesurée par le ROA. Les chercheurs soulignent que ces effets négatifs sont attribuables aux différences culturelles, qui peuvent impacter l'efficacité des administrateurs étrangers.

De leur part, Houda et Ghaya (2012) ont trouvé un impact négatif et significatif de la présence d'administrateurs étrangers sur la performance financière des entreprises françaises. Les résultats de cette étude peuvent être expliqués par les suggestions de Nkomo et Cox (1996) et Tsui et O'Reilly (1989) sur les effets négatifs de la diversité démographique. En effet, elle peut réduire la satisfaction et nuire à la cohésion intragroupe. De plus, il est probable que les administrateurs étrangers ne disposent pas suffisamment de connaissance de la culture de l'entreprise et de son environnement. De ce fait, l'intégration d'administrateurs étrangers ne permet pas d'apporter de la valeur ajoutée malgré leurs fortes expériences et expertises.

Afin de pouvoir apporter notre contribution, nous proposons de retenir les deux hypothèses suivantes :

H2 : Le pourcentage d'administrateurs étrangers a un impact négatif sur la création de valeur actionnariale.

H2' : Le pourcentage d'administrateurs étrangers a un impact négatif sur la création de valeur partenariale.

1.3 Présence d'administrateurs indépendants

L'indépendance des administrateurs est probablement perçue comme la caractéristique la plus fondamentale du conseil d'administration et la plus étudiée en littérature. Certains chercheurs comme Viénot, (1999) et Hampel, (1998) considèrent que les administrateurs indépendants sont les mieux placés pour contrôler le dirigeant. Ces administrateurs, selon Charreaux G. et Pitou-Belin J-P., (1990) peuvent utiliser leurs compétences particulières et leur détachement afin d'apporter une vision plus critique des problèmes ou projets soumis par les dirigeants et peuvent s'opposer librement aux décisions prises par ces derniers. Par ailleurs, la littérature a souligné l'efficacité de l'indépendance des administrateurs des conseils d'administration comme étant

un mécanisme réduisant la latitude du manager et son opportunisme. Ils corroborent l'hypothèse selon laquelle les membres indépendants contribuent à atténuer les conflits d'agence entre les dirigeants et les actionnaires (Alexandre et al 2000).

A cette mesure, de nombreuses recherches ont montré qu'une proportion élevée d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration améliore la qualité de la publication financière et participent activement à l'atteinte de la performance des entreprises (Chen et al., 2000).

Ainsi, Louizi G., (2006) avance, à travers une étude menée sur 10 entreprises tunisiennes sur une période de 15 ans, que la relation entre le pourcentage des administrateurs indépendants et la performance boursière est significativement positive. Dans cette même perspective, Lefort F. et Urzua F., (2008) prévoient que l'accroissement du nombre des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration favorise positivement la performance financière de l'entreprise. Ce résultat corrobore ceux de Omri et Merhri, (2003) et de Black et al (2006).

Si cependant, les études précédentes ont montré que le pourcentage élevé d'administrateurs indépendants influence positivement la performance des entreprises et permet de contrôler efficacement les dirigeants, d'autres par contre, réfutent cette conclusion et ajoutent que les dirigeants sont dignes de confiance et qu'ils peuvent travailler dans l'intérêt de l'entreprise. C'est ainsi que Fosberg (1989) souligne que le pourcentage élevé d'administrateurs indépendants impacte négativement la performance de l'entreprise. Ces résultats coïncident avec ceux de (Adams R. et Méhran H., 2003 ; Bhagat S. et Bolton B., 2008 ; Salloum C. et Azoury N., 2010). Plus récemment, l'étude de Chen et al. (2021) indique que dans certaines entreprises, notamment celles en forte croissance, un nombre trop élevé d'administrateurs indépendants risque d'impacter négativement la performance de l'entreprise. Selon ces auteurs, les administrateurs indépendants peuvent manquer de la connaissance et de l'agilité nécessaires afin de répondre aux défis opérationnels spécifiques des entreprises en forte croissance.

Ces résultats mitigés et peu concluants nous amènent à proposer les hypothèses suivantes :

H3 : Le pourcentage d'administrateurs indépendants a un impact positif sur la création de valeur actionnariale.

H3' : Le pourcentage d'administrateurs indépendants a un impact positif sur la création de valeur partenariale.

1.4 Présence des femmes dans le conseil d'administration

La présence des femmes au conseil d'administration (ou la mixité du conseil d'administration) a fait l'objet de plusieurs réflexions théoriques et d'études empiriques, ces études débouchent sur des résultats radicalement différents et contradictoires. En effet, La question qui se pose est de savoir si la mixité au sein du conseil d'administration favorise la création de valeur des entreprises. La réponse à cette question de recherche est apportée de manière contradictoire entre les défenseurs et les opposants de la mixité dans les conseils d'administration. En contexte africain, cette caractéristique genre du conseil d'administration a fait aussi l'objet de plusieurs études, mais les conclusions semblent contradictoires (Guetsop Sateu, 2016 ; Zenou, 2013 ; Triki et Bouaziz, 2012).

Pour les partisans de la mixité du conseil d'administration, ils s'inscrivent dans la vision de la théorie du capital humain (Becker, 1965) et celle de dépendance envers les ressources (Pfeiffer, 1972). Celles-ci révèlent qu'au sein du conseil d'administration, chaque membre est capable d'apporter un portefeuille de connaissance, d'expériences et de compétences diverses.

L'ensemble de ces composantes du portefeuille pourraient influencer positivement la performance des entreprises.

En explorant les recherches récentes ayant étudié comment la mixité des conseils d'administration influence la performance. Une étude de Adams et Ferreira (2022) a montré que les conseils d'administration diversifiés, en particulier avec une représentation féminine accrue, tendent à améliorer la performance à long terme, en raison de la diversité des perspectives et de la prise de décision plus équilibrée.

Ainsi, selon M'hamid (2011), le conseil d'administration hétérogène accroît l'image de l'entreprise grâce à la divulgation de son ouverture, sa tolérance et son équité. La présence d'un nombre élevé de femmes au sein du conseil d'administration signifie une plus grande diversité de compétences, d'expériences, d'opinions et de stratégies conduisant à une bonne gouvernance, et par conséquent, à une meilleure performance de l'entreprise (Allemand et Brullebaut, 2014 ; Andrieux, 2013).

En outre, les recherches de Toe (2014) portant sur le lien entre la représentativité des femmes aux conseils d'administration et la performance des entreprises françaises ont abouti à des conclusions encourageantes. Les résultats montrent que la féminisation apporte des compétences distinctives au conseil d'administration, qu'elle participe à la bonne gouvernance, et que le marché financier encourage l'intégration des femmes dans les instances de gouvernance.

Toutefois, d'autres travaux de recherche ont constaté l'effet inverse. Westphal et Milton (2000) soutiennent que l'introduction des femmes au conseil d'administration, peut accroître les conflits cognitifs, dégrader la cohésion au sein du conseil et limiter ses capacités d'actions et par conséquent atténuer sa performance. Ainsi, Zheng et al (2020) trouvent une relation négative entre la proportion de femmes dans le conseil et la rentabilité des entreprises chinoises dans certains secteurs. Ils expliquent cette relation par l'incompatibilité entre les styles de leadership plus collaboratifs et plus consensuels des administratrices « femmes » et la nature plus autoritaire ou décisionnelle de certains secteurs économiques.

Malgré les résultats empiriques mitigés, la mixité du genre est fortement encouragée ces dernières années par plusieurs lois promulguées au Maroc. Nous émettons donc les deux hypothèses suivantes :

H4 : Le pourcentage des femmes au sein des conseils d'administration a un impact positif sur la création de valeur actionnariale.

H4' : Le pourcentage des femmes au sein des conseils d'administration a un impact positif sur la création de valeur partenariale.

1.5 Dualité du conseil d'administration

La dualité du conseil d'administration au sens de J. A. Brickley, J. L. Coles et G. Jarrel (1997), se réfère au fait qu'une seule personne assume simultanément les fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration, donnant ainsi lieu au poste du Président Directeur Général (PDG).

Plusieurs études antérieures ont essayé d'examiner la relation entre la dualité et la création de valeur de l'entreprise, mais les résultats de ces études ne disposent toujours pas de cohérence. En effet, les adeptes de la théorie de l'agence, notamment Jensen et Meckling (1976) et Jensen (1993) soutiennent que la séparation des fonctions de gestion et de contrôle des décisions permet de réduire les coûts d'agence et d'améliorer la performance des entreprises car le cumul

des fonctions de directeur général et du président du conseil est considéré comme un obstacle à l'efficacité des mécanismes de contrôle exercé par le conseil d'administration.

Dans le même sillon, Carapeto et al (2005) recommandent la séparation entre la fonction de directeur général et celle du président du conseil d'administration. Ils soulignent que la fonction du président du conseil d'administration consiste à diriger les réunions et à surveiller le processus d'embauche, de renvoi, d'évaluation et de rémunération du directeur général. Il est donc clair que le dirigeant ne peut pas être performant puisqu'il risque de privilégier ses propres intérêts au détriment des intérêts de l'entreprise.

Par ailleurs, Sarkar et al (2009) soutiennent ces conclusions et considèrent la dualité comme étant un obstacle devant le rôle du conseil d'administration puisqu'elle permet d'affaiblir le contrôle de ce dernier en rendant les administrateurs dépendants du manager et bien évidemment, un système de contrôle défaillant permet d'encourager l'opportunisme du dirigeant.

Toutefois, et contrairement à la théorie d'agence qui avance que le cumul des fonctions affaiblit l'indépendance du conseil d'administration, les tenants de la théorie de stewardship à l'instar de Cannella et al (1993) et de Sridharan et al (1997) avancent que la dualité permet d'améliorer la performance financière de l'entreprise vu que le président directeur général dispose de toute l'information nécessaire pour pouvoir la partager avec les membres du conseil d'administration. Les partisans de la dualité exigent la présence d'une seule personne qui a pour mission de définir les stratégies et les politiques de l'entreprise car la séparation de fonctions crée un cadre de divergence au sein de l'entreprise et favorise les conflits d'intérêts.

Dans cet ordre d'idées, Ebrahim (2012) a tenté d'examiner la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance sur un échantillon de 136 entreprises non financières cotées sur la bourse de Koweït en 2009. Il avance que la relation entre la dualité et la performance de l'entreprise est positive et statistiquement significative. Martin et al (2014) rejoignent cette conclusion et soulignent une relation positive entre la dualité et la performance sur un échantillon de 544 entreprises familiales non cotée en Espagne.

Nous proposons de retenir, dans le cadre de ce travail de recherche, les deux hypothèses suivantes :

H5 : Le cumul des fonctions du Président du conseil d'administration et de Directeur Général a un impact négatif sur la création de valeur actionnariale.

H5' : Le cumul des fonctions du Président du conseil d'administration et de Directeur Général a un impact négatif sur la création de valeur partenariale.

1.6 Nombre de réunions

Parallèlement aux caractéristiques du conseil d'administration précédemment identifiées, le nombre de réunions du conseil d'administration peut également être considérée comme étant un élément clé pour l'efficacité du conseil. Ainsi, un balayage de la littérature empirique nous a permis de conclure que la relation entre la fréquence des réunions du conseil d'administration et la performance financière débouche sur des résultats contradictoires. En effet, certains auteurs à l'instar de Godard et al (2004) soulignent que l'augmentation significative du nombre de réunions du conseil d'administration impacte positivement la performance financière des entreprises françaises. Dans le même sillon, Lipton et Lorsch (1992) soulignent que la fréquence de réunions est très importante pour assurer l'efficacité des missions de l'organe de gouvernance. Ces auteurs suggèrent qu'il faut augmenter le nombre des réunions par an, pour créer de la valeur actionnariale et remplir les attentes des actionnaires.

Par ailleurs, Ghosh et al. (2022) révèlent que des conseils d'administration plus actifs et engagés, avec une fréquence élevée de réunions, peuvent conduire à une meilleure supervision de la direction, à une meilleure gouvernance et par conséquent, à une meilleure performance financière de l'entreprise.

Toutefois, d'autres travaux de recherche aboutissent à des conclusions différentes, à l'instar de l'étude de Vafeas (1999) qui stipule que l'augmentation du nombre de réunions du conseil d'administration n'est pas synonyme d'une amélioration de la performance financière des entreprises, du fait que, dans la plupart du temps, les réunions se passent dans les protocoles routiniers et non dans l'objectif de surveiller le gouvernement de l'entreprise.

De leur part, AlQudah et al. (2019) trouvent que la fréquence de réunions du conseil d'administration est négativement corrélée avec la performance mesurée par le ROA des 14 banques cotées à la bourse d'Amman entre 2013 et 2017. Dans le même sens, Musleh Alsartawi (2019) souligne une relation négative entre le nombre de réunions du conseil d'administration et la performance financière mesurée par le ROA de 46 banques Islamiques dans les pays du Golfe durant la période 2013 à 2016.

Nous suggérons, dans le cadre de ce travail de recherche, les deux hypothèses suivantes :

H6 : Le nombre de réunions annuelles du conseil d'administration a un impact positif sur la création de valeur actionnariale.

H6' : Le nombre de réunions annuelles du conseil d'administration a un impact positif sur la création de valeur partenariale.

1.7 Expériences professionnelles des administrateurs

Dans l'approche cognitive de la gouvernance, le conseil d'administration est perçu comme un réservoir de ressources cognitives (Rouby, 2008). Hillman et Dalziel (2003) considèrent le « board capital » comme l'indicateur pertinent pour estimer les capacités cognitives du conseil d'administration. Les indicateurs cognitifs de ce capital regroupent principalement la formation ainsi que les expériences professionnelles (Van der Walt et Ingley, 2003). La diversité de ces attributs désigne une source de créativité, d'innovation, de remise en cause dynamique, de changement et d'adaptation (Milliken et Martins, 1996 ; Kilduff et al., 2000). Raison pour laquelle, plusieurs auteurs considèrent qu'un conseil d'administration efficace devrait regrouper des membres de différentes compétences et connaissances (Charreaux, 2000, 2002 ; Godard et Schatt, 2000 ; Hambrick et Mason, 1984 ; Rindova, 1999).

Pour Charreaux et Pitol Belin (1990), les expériences professionnelles et les compétences acquises par les administrateurs enrichissent amplement les échanges cognitifs au sein du conseil d'administration et impactent favorablement la performance des entreprises. En outre, l'étude empirique menée par Ghaya et Lambert (2012), relative à l'impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance financière des entreprises du CAC40 a abouti aux résultats positifs. En effet, ces auteurs ont trouvé une relation positive et significative à 5% entre la présence d'administrateurs d'expérience stratégique et la performance financière des entreprises mesurée par la marge nette, ce qui corrobore les conclusions de Lazonick et O'Sullivan (1998) ainsi que celles de plusieurs auteurs de l'approche cognitive tels que Rindova (1999), Forbes et Milliken (1999) et (Charreaux, 2002a) qui ont tous expliqué l'importance de l'expérience stratégique des administrateurs dans la conception de la stratégie et de la performance de l'entreprise.

Toutes ces études menées dans divers contextes confirment les spécificités cognitives du conseil d'administration où les principales contributions des administrateurs en termes de

connaissances, de compétences, d'expériences constituent la source potentielle de la performance des entreprises (Milliken et Martins, 1996 ; Kilduff et al., 2000).

Par ailleurs, l'expérience dans le domaine stratégique est fondamentale pour expliquer l'implication du conseil d'administration dans la facilitation de l'apprentissage organisationnel et dans le développement des nouvelles options stratégiques et par conséquent dans la création de valeur pour l'entreprise. Pour traiter cet aspect, nous avons choisi de représenter l'expérience stratégique des administrateurs par l'exercice des fonctions de Directeur Général ou de Président Directeur Général en se référant au travail de Godard (2006) sur les caractéristiques cognitives des membres des comités stratégiques. Nous suggérons aussi d'étudier l'effet du pourcentage d'administrateurs ayant une expérience internationale (ayant travaillé pendant plusieurs années dans des hautes fonctions en dehors du Maroc) c'est-à-dire le pourcentage d'administrateurs ayant une expérience mixte (marocaine et étrangère).

A ce titre, il en résulte une hypothèse formulée de la façon suivante :

H7 : Le pourcentage d'administrateurs ayant déjà exercé au moins une fonction de contrôle auparavant a un impact positif sur la création de valeur actionnariale.

H7' : Le pourcentage d'administrateurs ayant déjà exercé au moins une fonction de contrôle auparavant a un impact positif sur la création de valeur partenariale.

H8 : Le pourcentage d'administrateurs ayant une expérience internationale a un impact positif sur la création de valeur actionnariale.

H8' : Le pourcentage d'administrateurs ayant une expérience internationale a un impact positif sur la création de valeur partenariale.

1.8 Niveau et type de formation des administrateurs

En considérant que les variables cognitives à savoir le type et le niveau de formation des administrateurs sont cruciales pour l'efficacité du conseil d'administration, nous pouvons suggérer que les administrateurs disposant ces caractéristiques s'impliquent davantage dans les échanges fructueux pour l'amélioration de la performance. Mueller et Barker (2002) trouvent une relation positive entre la formation en gestion et la performance de l'entreprise. Ainsi, en mettant en lumière l'influence du type et du niveau de formation sur la performance, Louizi, (2011) trouve une relation positive entre les deux variables et la performance des entreprises.

Par ailleurs, les études de Ngyen- Dang (2006) et Enrico (2010) confirment l'importance apparente d'une formation des élites administrateurs. En effet, les administrateurs détenant un diplôme élevé pourraient avoir une grande capacité de traiter les informations. Ces derniers développent un caractère d'innovation et deviennent plus réceptifs aux aléas de changement et aux potentialités des échanges dans les débats au sein du conseil d'administration.

Pour traiter cet aspect, Nous proposons d'étudier la présence d'administrateurs disposant, en plus du diplôme marocain, un ou plusieurs diplômes étrangers. Le type de formation et du diplôme sont considérés comme de bons indicateurs du capital intellectuel du conseil d'administration (Kalyta, 2011). L'importance de cet indicateur (avoir un diplôme marocain et un autre étranger) est double. D'un côté, la diversité et la richesse du cursus académique de l'administrateur fait preuve de ses compétences cognitives spécialisées et diversifiées, et d'un autre coté, de sa capacité d'intégration. En effet, bénéficiant de double culture marocaine et étrangère montre une aisance d'intégration qui pourrait faciliter la communication et le déroulement des débats constructifs lors des réunions. De plus, cela pourrait enrichir les débats et favoriser la qualité du processus de prise de décision stratégique.

Enfin, nous ajoutons le pourcentage d'administrateurs ayant fait des études poussées orientées vers la recherche (doctorat), ce qui répond aux suggestions de Lazonick et O'Sullivan (1998) sur l'importance des connaissances spécialisées et approfondies pour garantir la qualité du déroulement du processus décisionnel. Les administrateurs docteurs sont rares dans la réalité managériale et sont très peu étudiés dans les recherches académiques. En effet, l'étude de (Kalyta, 2011) est considérée comme la première à analyser l'impact des niveaux d'éducation des membres du conseil d'administration sur la performance financière des entreprises. L'étude souligne l'effet positif de la présence d'administrateurs diplômés de doctorat sur la performance financière d'un échantillon de grandes entreprises canadiennes du fait que la présence des chercheurs ayant fait des études académiques approfondies pourrait favoriser et enrichir le débat stratégique et cognitif dans les réunions. Ainsi, nous proposons les hypothèses suivantes :

H9 : Le pourcentage d'administrateurs ayant un diplôme étranger a un impact positif sur la création de valeur actionnariale.

H9' : Le pourcentage d'administrateurs ayant un diplôme étranger a un impact positif sur la création de valeur partenariale.

H10 : Le pourcentage d'administrateurs ayant un titre de docteur a un impact positif sur la création de valeur actionnariale.

H10' : Le pourcentage d'administrateurs ayant un titre de docteur a un impact positif sur la création de valeur partenariale.

2. Démarche méthodologique

Cette étude a pour objectif d'analyser l'impact des caractéristiques (disciplinaires et cognitives) du conseil d'administration sur la création de valeur actionnariale et partenariale des entreprises marocaines non financières qui sont cotées à la Bourse de Casablanca sur une durée de 7 ans, en utilisant la rentabilité financière (ROE) et le Market to Book Ratio (MBR) comme indicateurs de création de valeur actionnariale et la valeur ajoutée (VA) comme indicateur de création de valeur partenariale. Pour ce faire, nous avons recouru à trois régressions linéaires multiples en données de panel.

Avant de procéder à l'analyse des résultats de l'étude, il s'avère important de préciser tout d'abord le choix de l'échantillon, la source des données collectées, l'opérationnalisation des différentes variables retenues et enfin la définition de la méthode économétrique utilisée pour tester nos hypothèses de recherche formulées précédemment.

2.1 Choix de l'échantillon et source des données

Cette étude se focalise sur les entreprises marocaines non financières cotées à la Bourse de Casablanca (BVC), ayant fourni des données complètes pendant la période 2017-2023. Sur 77 entreprises identifiées, 60 relèvent du secteur non financier, représentant 77,93 %, tandis que 17 appartiennent au secteur financier (22,07 %). Toutefois, ce dernier a été exclu de l'analyse en raison des normes spécifiques qui le gouvernent, comme l'ont souligné (Abed et al., 2012 ; Anderson & Reeb, 2003; Claessens, 2006). Après une sélection rigoureuse, 39 entreprises non financières ont été retenues sur une période de 7ans, soit un total de 273 observations.

Ce processus a impliqué des critères d'exclusion visant à éliminer les sociétés en faillite, celles nouvellement introduites en bourse et celles affichant des données manquantes ou présentant des valeurs aberrantes. Cette démarche vise à garantir la fiabilité, la pertinence et l'homogénéité des données utilisées dans l'étude.

Les données ont été collectées auprès de sources fiables. En effet, les données sont constituées de données secondaires collectées essentiellement à partir des informations publiées sur le site de la Bourse des Valeurs de Casablanca (cours boursier, publications, notes techniques, états financier...) et sur les sites des entreprises composant notre échantillon (rapports de gestion, rapports annuels...) ainsi que sur le site de l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC). Cela permet d'assurer la qualité des analyses et réduire les risques d'erreurs grâce à un contrôle rigoureux des informations (Fraser et al., 2006).

Les données portant sur les caractéristiques des conseils d'administration sont collectées manuellement à partir des rapports annuels publiés sur le site de l'AMMC, ainsi que sur les sites des entreprises concernées et à l'aide des CV publiés sur LinkedIn.

2.2 Définition et mesure des variables

A ce stade, nous définissons les différentes variables qui peuvent être divisées en :

Variables dépendantes :

-La création de valeur partenariale est mesurée par la valeur partenariale. Dans ce sens, il faut admettre que la mesure de la valeur partenariale reste jusqu'à nos jours un puzzle à résoudre. En effet, Charreaux et Desbrières (1998) ont tenté d'apporter des éléments de réponse à cette problématique en proposant une démarche, qui s'appuie sur une mesure globale de la rente créée par l'entreprise en relation avec les différents partenaires y compris actionnaires. Cette dernière, bien qu'elle soit séduisante du point de vue conceptuel, elle souffre cependant, comme le reconnaissent les auteurs, d'un problème d'opérationnalisation puisqu'elle repose sur l'identification des prix et des coûts d'opportunité pour les différentes parties prenantes. Plus modestement, et semblablement aux travaux de Wanda (2001), Poulain-Rehm (2007), Garffata (2010) et Ngongang (2013), c'est la valeur ajoutée (VA) au sens comptable du terme, qui a été retenue comme mesure de valeur partenariale pour ce travail.

-La création de valeur actionnariale sera mesurée, dans le cadre ce travail de recherche, par deux indicateurs, le premier représente la rentabilité financière (ROE) qui exprime la capacité des capitaux investis par les actionnaires à dégager les bénéfices nets. Cet indicateur a été utilisé par plusieurs auteurs tels que Bouaziz et Bouri (2011) et Kolsi et Ghorbel (2011). Le deuxième indicateur retenu est le Market to Book Ratio (MBR) qui désigne, selon Parienté (2013), la plus au moins grande confiance du marché à l'égard de la société.

Variables indépendantes :

Ces variables se rapportent aux caractéristiques disciplinaires du conseil d'administration à savoir : la taille, le pourcentage des administrateurs indépendants, le pourcentage des administrateurs étrangers, le pourcentage des femmes administratrices, la dualité et le nombre de réunions du conseil ainsi qu'aux caractéristiques cognitives du conseil d'administration à savoir : le niveau et le type de formation des administrateurs et leurs expériences professionnelles (stratégiques et internationales).

Variables de contrôle :

La création de valeur peut être influencée par des facteurs autres que les caractéristiques du conseil d'administration. De ce fait, plusieurs variables de contrôle ont été incluses dans ce travail, à savoir :

-Endettement : Cette variable est mesurée par le ratio d'endettement (dettes financières/capitaux propres). Le financement par la dette permet de réduire les coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976). A l'instar de Morck et al. (1988), Agrawal et Knoeber (1996),

Barnhart et Rosenstein (1998), d'Arcimoles et Trébuq (2003), Poulain-Rehm (2006) et (Xiao et al., 2004), nous intégrons le ratio d'endettement comme variable de contrôle ;

-Taille de l'entreprise : la prise en compte des effets de taille s'avère incontournable pour une vision comparative de la performance financière des entreprises et, par extension, de la création de richesse. Dans le cadre de notre étude et à la manière de Trébuq (2002), Poulain-Rehm (2006), Gharbi et Lepers (2008) et (Amal et Faten, 2010), nous adoptons le logarithme népérien du total des actifs (période 2017-2023).

-Le niveau d'activité : dans la mesure où Copeland et al. (1991) ont recommandé un niveau d'activité comme variable critique dans la création de valeur, la croissance du chiffre d'affaires (hors taxes) sur la période 2017-2023 a été introduite dans l'étude. Cette mesure a également été retenue par les auteurs Trebuq (2002) et Ngongang (2013).

-Age de l'entreprise : cette variable a été souvent considérée comme une variable pouvant avoir un effet très significatif sur la création de richesse. L'âge de l'entreprise désigne le nombre d'année d'existence de l'entreprise depuis sa création. A l'instar de ces auteurs (Chen et Hsu, 2009 ; Ortega Argiles et Moreno, 2009), nous retenons la transformation logarithmique du nombre d'année comme mesure de l'âge de l'entreprise.

-Secteur : cette variable permet d'isoler l'effet secteur par rapport au terme d'erreur. Il s'agit d'une variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise fait partie du secteur « industrie » et la valeur 0 si elle appartient au secteur « services ». N. Powell et L.Graves (2003) ont pu démontrer l'effet secteur par rapport à la création de valeur.

En guise de synthèse, nous présentons dans le tableau suivant, l'ensemble des variables retenues dans notre modèle de recherche ainsi que leurs mesures :

Tableau 1: Synthèse de l'opérationnalisation des variables de notre modèle de recherche

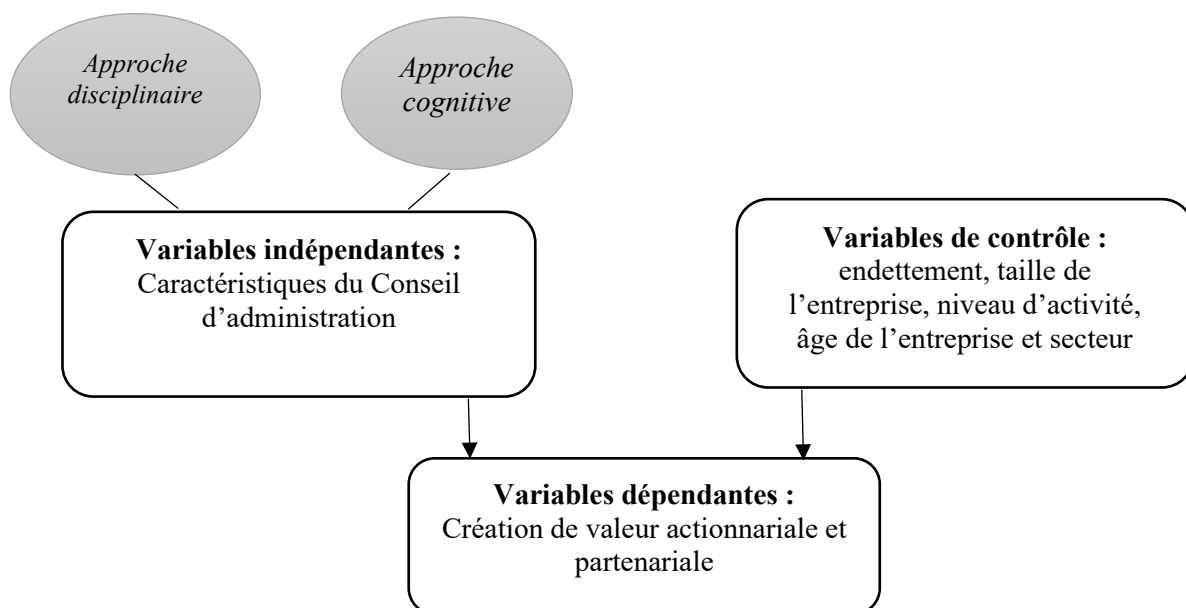
Variable	Dénomination	Mesure
Variabiles dépendantes		
Création de valeur actionnariale	MBR	Capitalisation boursière /valeur comptable des capitaux propres
	ROE	Résultat net/ capitaux propres
Création de valeur partenariale	VA	Valeur de la production-consommation intermédiaire
Variabiles indépendantes		
Taille du conseil d'administration	TCA	Le nombre d'administrateurs qui siègent au sein du conseil d'administration
Type de formation	COMPET_ETR	Nombre d'administrateurs ayant un diplôme étranger, rapporté au total des administrateurs siégeant au conseil d'administration
Niveau de formation	COMPET_DOCT	Nombre d'administrateurs ayant un titre de docteur, rapporté au total des administrateurs siégeant au conseil d'administration
Expériences stratégiques	EXP_ADM	Nombre d'administrateurs ayant occupé une fonction de DG ou PDG auparavant, rapporté au total des administrateurs siégeant au conseil d'administration
Expériences professionnelles à l'international	EXP_INER	Nombre d'administrateurs ayant une expérience à l'étranger rapporté au total des administrateurs siégeant au conseil d'administration
Pourcentage d'administrateurs étrangers	ADM_ETR	Nombre d'administrateurs étrangers, rapporté au total des administrateurs siégeant au conseil d'administration

Pourcentage d'administrateurs indépendants	ADM_IND	Nombre d'administrateurs indépendants, rapporté au total des administrateurs siégeant au conseil d'administration
Dualité ou cumul des fonctions	CUMUL	Variable binaire prenant la valeur (1) s'il y a cumul entre la fonction du président de CA et de Directeur Général, sinon la valeur (0) si les deux fonctions sont séparées
Nombre de réunions du conseil d'administration	NR	Nombre de réunions annuelles du conseil d'administration
Pourcentage des femmes au sein du conseil d'administration	FEMME	Nombre de femmes administratrices rapporté au total des administrateurs siégeant au conseil d'administration
Variables de contrôle		
Endettement	ENDET	(Total des dettes financières divisé par les capitaux propres) *100
Taille de l'entreprise	TAILLE_ENT	Le logarithme des actifs totaux : Ln (actifs totaux)
Niveau d'activité	NIV_ACT	Croissance du chiffre d'affaires (CAN-CAn-1) / CAn-1 *100
Age de l'entreprise	AGE_ENT	Logarithme du nombre d'années : Ln (nombre d'années)
Effet sectoriel (deux variables muettes : INDUSTRIE et SERVICES)	SECTEUR	Variable binaire prenant la valeur (1) si l'entreprise appartient au secteur d'activité Industrie, sinon la valeur (0)

Source : Nous-même

La figure suivante présente le modèle de notre étude intégrant les variables indépendantes, dépendantes et de contrôles.

Figure 1 : Modèle conceptuel de la recherche



Source : Nous-même

2.3 Spécification du modèle

Compte tenu de l'objectif de cette étude qui se veut de tester l'impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la création de valeur actionnariale et partenariale des entreprises non financières cotées au Maroc. C'est la régression linéaire multiple qui correspond le plus à notre travail de recherche. La méthodologie adoptée est inspirée de celle de de Ghaya et Lambert (2012), Ben Taleb Sfar et Leger-Jarniou (2012) puis celle de Fotso (2015).

Sur cette base nos trois modèles économétriques se présentent comme suit :

$$(M_1) \text{ MBR} = \beta_0 + \beta_1 \text{ TCA} + \beta_2 \text{ COMPET}_{\text{ETR}} + \beta_3 \text{ COMPET}_{\text{DOCT}} + \beta_4 \text{ EXP}_{\text{ADM}} + \beta_5 \text{ EXP}_{\text{INTER}} + \beta_6 \text{ ADM}_{\text{ETR}} + \beta_7 \text{ ADM}_{\text{IND}} + \beta_8 \text{ CUMUL} + \beta_9 \text{ NR} + \beta_{10} \text{ FEMME} + \beta_{11} \text{ ENDET} + \beta_{12} \text{ TAILLE}_{\text{ENT}} + \beta_{13} \text{ NIV}_{\text{ACT}} + \beta_{14} \text{ AGE}_{\text{ENT}} + \sum \beta_{15+k} \text{ SECTEUR} + \varepsilon_{it}$$

Avec $k=1 \rightarrow 2$

$$(M_2) \text{ ROE} = \beta_0 + \beta_1 \text{ TCA} + \beta_2 \text{ COMPET}_{\text{ETR}} + \beta_3 \text{ COMPET}_{\text{DOCT}} + \beta_4 \text{ EXP}_{\text{ADM}} + \beta_5 \text{ EXP}_{\text{INTER}} + \beta_6 \text{ ADM}_{\text{ETR}} + \beta_7 \text{ ADM}_{\text{IND}} + \beta_8 \text{ CUMUL} + \beta_9 \text{ NR} + \beta_{10} \text{ FEMME} + \beta_{11} \text{ ENDET} + \beta_{12} \text{ TAILLE}_{\text{ENT}} + \beta_{13} \text{ NIV}_{\text{ACT}} + \beta_{14} \text{ AGE}_{\text{ENT}} + \sum \beta_{15+k} \text{ SECTEUR} + \varepsilon_{it}$$

Avec $k=1 \rightarrow 2$

$$(M_3) \text{ VA} = \beta_0 + \beta_1 \text{ TCA} + \beta_2 \text{ COMPET}_{\text{ETR}} + \beta_3 \text{ COMPET}_{\text{DOCT}} + \beta_4 \text{ EXP}_{\text{ADM}} + \beta_5 \text{ EXP}_{\text{INTER}} + \beta_6 \text{ ADM}_{\text{ETR}} + \beta_7 \text{ ADM}_{\text{IND}} + \beta_8 \text{ CUMUL} + \beta_9 \text{ NR} + \beta_{10} \text{ FEMME} + \beta_{11} \text{ ENDET} + \beta_{12} \text{ TAILLE}_{\text{ENT}} + \beta_{13} \text{ NIV}_{\text{ACT}} + \beta_{14} \text{ AGE}_{\text{ENT}} + \sum \beta_{15+k} \text{ SECTEUR} + \varepsilon_{it}$$

Avec $k=1 \rightarrow 2$

Où β_0 est la constante du modèle. β_1, β_2, \dots sont les coefficients de régression du modèle et ε_{it} est le terme résiduel standard. Avec $i = 1, 2, 3 \dots 39$ est le nombre d'entreprises de notre échantillon. $t = 1, 2, 3 \dots 7$ est le nombre de périodes retenues pour l'étude.

3. Analyse et discussion des résultats

Nous avons présenté ci-dessus, le cheminement méthodologique choisi afin de tester notre modèle de recherche. Dans ce qui suit, nous présentons une analyse des résultats obtenus, tout en commençant par une présentation des statistiques descriptives de l'échantillon retenu, ensuite une analyse de la corrélation bivariée et enfin les résultats obtenus par le biais de la régression linéaire multiple de la création de valeur (actionnariale et partenariale) en fonction des caractéristiques du conseil d'administration et des variables de contrôle.

3.1 Analyses descriptives

Les statistiques descriptives relatives à notre échantillon sont présentées dans le tableau 2 et 3.

Tableau 2 : statistiques descriptives des variables

Colonne 1	Nombre d'observations	Moyenne	Écart-type	Minimum	Maximum
ROE	273	9,461062271	15,08904545	-115,62	52,17
MBR	273	2,583333333	1,810668209	0,02	9,23
VA	273	388993827,1	831784714	-2582902138	4825820303
TCA	273	8,842490842	2,814241034	3	15

ADM_ETR	273	25,99443223	29,06023428	0	100
ADM_IND	273	16,90347985	15,5733449	0	66,66
NR	273	3,633699634	1,481962584	2	12
FEMME	273	18,27245421	12,7676931	0	57,14
COMPET_ETR	273	83,84087912	14,07292289	50	100
COMPET_DOCT	273	8,728717949	12,13286016	0	57,14
EXP_INTERN	273	43,84520147	25,66902362	0	100
EXP_ADM	273	81,40413919	21,29198976	12,51	100
TAILLE_ENT	273	21,20953516	1,598315598	17,0207	24,1316
ENDET	273	32,01584615	35,74864453	0,017	158,8542
AGE_ENT	273	3,920494505	0,514780643	2,6391	4,6443
NIV_ACT	273	3,668883516	19,46467843	-87,0841	61,5211

Source : Nous-même (SPSS)

L'observation des statistiques descriptives des variables indicatrices de la création de valeur actionnariale révèlent que les entreprises marocaines cotées à la BVC autres que les institutions financières enregistrent, entre 2017 et 2023, une rentabilité financière faible et même parfois négative. Cette rentabilité est comprise entre (-115,62%) et (52,17%) avec une moyenne qui n'excède pas 9,46%. Le constat est le même pour le MBR, qui varie entre 0,02 et 9,23 avec une moyenne de 2,58. Par ailleurs, ces statistiques descriptives montrent qu'il y a une volatilité conséquente entre les valeurs des entreprises en raison de l'écart important entre le minimum et le maximum des indicateurs MBR et ROE.

Le même constat a été enregistré pour la création de valeur partenariale estimée par la VA dont la valeur minimale et la valeur maximale sont respectivement comprises entre (-2 582 902 138) et (4 825 820 303) avec une moyenne de 388 993 827,1. Ces résultats témoignent de l'existence d'entreprises incapables de générer de la valeur pour l'ensemble de leurs parties prenantes.

Par ailleurs, la taille moyenne du conseil d'administration de notre échantillon est près de 9 membres, avec un maximum de 15 administrateurs et un minimum de 3 membres, ce qui est conforme aux limites fixées par la réglementation en vigueur, puisque l'article 39 de la loi n° 17-95 relative au sociétés anonymes, exige un intervalle de 3 à 15 membres dans le cas des entreprises cotées.

Quant à l'indépendance des administrateurs, nous pouvons constater à partir des statistiques descriptives, que le rapport entre le nombre des administrateurs indépendants et le nombre total d'administrateurs des conseils d'administration n'excède pas 16,9%, ce qui traduit une faible représentation des d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration. Ainsi, ce taux reste inférieur au tiers du total des administrateurs recommandé par la loi n° 20-19 modifiant et complétant la loi 17-95 relative aux sociétés anonymes. Cette constatation est due à la non-obligation de présentation de ces administrateurs par la loi des sociétés anonymes avant 2019.

Il ressort aussi que le pourcentage moyen des administrateurs étrangers au sein du conseil d'administration est d'environ 26%, avec un écart-type de 29%. Ce résultat indique que les administrateurs étrangers ont commencé à prendre place au sein des conseils d'administration des entreprises marocaines cotées.

En outre, la présence féminine au sein des conseils d'administration de notre échantillon entre 2017 et 2023 reste très modeste, enregistrant une moyenne de 18,27% allant de 0% jusqu'à 57,14 % au maximum. Ces résultats sont faibles par rapport aux prérogatives de la loi n°19-20

relative à la parité et à l'égalité des chances dans les instances de décision (modifiée en 2020), qui impose aux sociétés cotées en bourse un objectif d'atteindre au moins un quota de 30% de femmes dans les conseils d'administration vers 2025. Ce dispositif vise à favoriser la diversité et l'inclusion des femmes dans les postes de direction au sein des entreprises marocaines.

Concernant le niveau et le type de formation des administrateurs des entreprises étudiées, les statistiques descriptives montrent qu'en moyenne, 83,84% des administrateurs sont diplômés des écoles étrangères et disposent d'un diplôme étranger en plus du diplôme marocain. Toutefois, la présence d'administrateurs ayant fait des études poussées (doctorat) reste faible et ne représente que 8,72% en moyenne allant de 0% jusqu'à 57,14%.

Le tableau fait également apparaître une forte représentation d'administrateurs possédant des expériences stratégiques et internationales de grande envergure. En effet, les conseils d'administration étudiés comportent en moyenne 81,4% d'administrateurs qui ont occupé auparavant les fonctions de Directeur Général ou de Président Directeur Général de grandes entreprises. L'expérience internationale des administrateurs est plutôt moins présente avec une moyenne de 43,84%.

A propos des variables de contrôle, il apparaît que les entreprises de notre échantillon affichent une grande fluctuation du ratio d'endettement marquée par un écart type élevé (35,74%) et des valeurs allant de 0,017% à 158,85%, avec une moyenne de 32%. Cela indique qu'il existe des entreprises fortement endettées, tandis que d'autres le sont moins. En outre, la valeur moyenne du niveau d'activité des entreprises étudiées entre 2017 et 2023 est de 3,66%, ce faible taux de croissance des chiffres d'affaires peut être expliqué par la conjoncture économique du Maroc après la crise du COVID 19.

Tableau 3 : les variables dichotomiques

Variables	Nombre d'observations	Existence/absence	Fréquence	Pourcentage
CUMUL	273	Séparation des fonctions	111	40,65%
	273	Cumul des fonctions	162	59,35%
SECTEUR	273	Industrie	203	74,35%
	273	Services	70	25,65%

Source : Nous-même

L'analyse descriptive de la variable « secteur d'activité », fait apparaître qu'un peu plus de 74% des entreprises appartiennent au secteur industriel tandis que seulement 25,65% des entreprises appartiennent au secteur des services.

Par ailleurs, dans le tableau 3 au-dessus, la présence de la dualité (cumul de fonctions) est en moyenne de 59,35 %, ce qui montre que 59,35 % des entreprises ont un style de direction non distinct (La non-séparation des rôles de PDG et de président du CA). Cela montre clairement que la dualité des PDG est un phénomène courant et peut être justifié du fait que la majorité des entreprises retenues sont de type familial.

3.2 Analyse bivariée : Analyse de la corrélation et la multi colinéarité

Avant de procéder à tester notre modèle empirique, une analyse plus approfondie (matrice de corrélation de Pearson) doit être réalisée afin de s'assurer de l'adéquation des variables utilisées. En effet, l'analyse multivariée reposera sur la méthode de régression linéaire multiple dont l'application nécessite l'absence des problèmes de multi colinéarité.

L'analyse de la matrice de corrélation de Pearson permet de mettre en évidence s'il existe une autocorrélation entre les variables retenues.

Tableau 4 : Matrice de corrélation de Pearson

	ROE	MBR	VA	TCA	ADM_ETR	ADM_IND	CUMUL	NR	FEMME	COMPET_ETR	COMPET_DOCT	EXP_INTERN	EXP_ADM	TAILLE_ENT	ENDET	AGE_ENT	NIV_ACT	SECTEUR
ROE	1.0	0.538	0.203	0.106	0.095	-0.079	-0.209	0.047	0.119	-0.07	-0.159	0.0	-0.07	0.205	-0.097	-0.104	0.379	-0.022
MBR	0.538	1.0	0.327	0.283	0.096	-0.034	-0.216	0.188	0.188	-0.057	-0.208	0.081	-0.065	0.194	0.015	0.027	0.191	-0.09
VA	0.203	0.327	1.0	0.403	0.032	-0.077	-0.306	0.208	-0.125	0.162	-0.124	0.107	0.108	0.318	0.089	-0.073	0.025	0.105
TCA	0.106	0.283	0.403	1.0	-0.079	0.083	-0.376	0.233	-0.019	0.017	-0.072	0.064	-0.001	0.468	0.212	0.008	0.029	0.069
ADM_ETR	0.095	0.096	0.032	-0.079	1.0	-0.035	-0.027	-0.023	-0.207	0.386	-0.257	0.502	0.102	-0.126	-0.162	0.367	0.011	-0.026
ADM_IND	-0.079	-0.034	-0.077	0.083	-0.035	1.0	-0.049	0.281	-0.069	0.05	0.13	0.188	0.26	0.124	0.293	-0.054	0.033	-0.206
CUMUL	-0.209	-0.216	-0.306	-0.376	-0.027	-0.049	1.0	-0.104	0.185	-0.265	0.318	-0.083	-0.07	-0.28	0.01	0.09	-0.085	-0.145
NR	0.047	0.188	0.208	0.233	-0.023	0.281	-0.104	1.0	-0.016	0.097	0.031	0.116	0.08	0.162	0.317	-0.214	0.069	-0.219
FEMME	0.119	0.188	-0.125	-0.019	-0.207	-0.069	0.185	-0.016	1.0	-0.368	0.054	-0.33	-0.415	-0.226	0.048	0.146	0.043	-0.137
COMPET_ETR	-0.07	-0.057	0.162	0.017	0.386	0.05	-0.265	0.097	-0.368	1.0	-0.156	0.457	0.373	0.118	0.072	0.091	0.056	0.106
COMPET_DOCT	-0.159	-0.208	-0.124	-0.072	-0.257	0.13	0.318	0.031	0.054	-0.156	1.0	0.033	-0.142	0.205	0.108	-0.126	-0.091	0.154
EXP_INTERN	0.0	0.081	0.107	0.064	0.502	0.188	-0.083	0.116	-0.33	0.457	0.033	1.0	0.354	0.175	0.071	0.016	0.033	0.218
EXP_ADM	-0.07	-0.065	0.108	-0.001	0.102	0.26	-0.07	0.08	-0.415	0.373	-0.142	0.354	1.0	0.293	0.296	0.239	-0.008	0.056
TAILLE_ENT	0.205	0.194	0.318	0.468	-0.126	0.124	-0.28	0.162	-0.226	0.118	0.205	0.175	0.293	1.0	0.449	-0.129	0.048	0.237
ENDET	-0.097	0.015	0.089	0.212	-0.162	0.293	0.01	0.317	0.048	0.072	0.108	0.071	0.296	0.449	1.0	-0.005	0.021	0.064
AGE_ENT	-0.104	0.027	-0.073	0.008	0.367	-0.054	0.09	-0.214	0.146	0.091	-0.126	0.016	0.239	-0.129	-0.005	1.0	0.082	-0.032
NIV_ACT	0.379	0.191	0.025	0.029	0.011	0.033	-0.085	0.069	0.043	0.056	-0.091	0.033	-0.008	0.048	0.021	0.082	1.0	-0.009
SECTEUR	-0.022	-0.09	0.105	0.069	-0.026	-0.206	-0.145	-0.219	-0.137	0.106	0.154	0.218	0.056	0.237	0.064	-0.032	-0.009	1.0

Source : propre élaboration par le logiciel SPSS

L'analyse de la matrice des coefficients de corrélation de Pearson, générée au moyen du logiciel SPSS (tableau 4 en dessus), permet de noter que toutes les relations affichent des coefficients de corrélation inférieurs à 0,7. Nous pouvons ainsi écarter tout problème de multi colinéarité entre les variables indépendantes, ce qui représente un indice de la qualité du modèle (Kervin, 1992).

Concernant la relation entre les variables dépendantes et les variables indépendantes, la matrice démontre que la taille du conseil d'administration (TCA) présente une corrélation positive et significative avec la création de valeur actionnariale mesurée par MBR et avec la création de valeur partenariale estimée avec VA. Aussi, le nombre de réunions du conseil d'administration est corrélé positivement avec la création de valeur partenariale (VA). Cependant, la dualité ou cumul de fonctions entre Directeur Général et Président Directeur Général est liée négativement avec la rentabilité financière et MBR (indicateurs de la création de valeur actionnariale) et avec la valeur ajoutée (indicateur de la création de valeur partenariale), cela signifie que les entreprises ayant une dualité dans leur poste de PDG ont tendance à enregistrer des résultats plus faibles.

En termes de la relation entre les variables indépendantes, il semble qu'il y a une forte corrélation entre la taille du conseil d'administration (TCA) et la taille de l'entreprise (TAILLE_ENT), cela veut dire que tant que la taille de l'entreprise est importante, tant que le nombre des administrateurs du conseil d'administration est élevé.

Il apparait, aussi, un lien positif et significatif entre l'expérience internationale (EXP_INTERN) et la proportion des administrateurs étrangers (ADM_ETR), ce qui signifie que la plupart des administrateurs étrangers ont bénéficié des expériences internationales avant de siéger au sein des conseils d'administration des entreprises marocaines.

En outre, la proportion des femmes au sein du conseil d'administration (FEMME) présente une relation significative et négative avec l'expérience stratégique des administrateurs (EXP_ADM).

Quant aux variables de contrôle, la taille de l'entreprise (TAILLE_ENT) présente une corrélation positive significative avec le ROE et VA. Ainsi, elle est corrélée positivement avec le ratio d'endettement (ENDET), c'est la raison pour laquelle on peut déduire que plus la taille de l'entreprise est grande, plus le taux d'endettement est aussi élevé.

3.3 Analyse multivariée et vérification des hypothèses

L'objectif de l'analyse multivariée est d'examiner l'effet des caractéristiques disciplinaires et cognitives du conseil d'administration sur la création de valeur actionnariale et partenariale des entreprises marocaines non financières cotées. Cette analyse se divisera en trois parties : Dans la première partie, nous analysons l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur la création de valeur actionnariale des entreprises marocaines mesurée par le MBR en examinant les résultats de l'estimation du premier modèle de régression (Modèle 1). La deuxième partie examinera les résultats relatifs à l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur la création de valeur actionnariale mesurée par le ROE (modèle 2). Enfin, nous analysons dans la troisième partie, les résultats relatifs à l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur la création de valeur partenariale estimée par la VA (Modèle 3).

Cependant avant de procéder à la détermination des régressions des différents modèles il s'avère important de vérifier l'existence ou non d'effets individuels dans nos modèles ainsi que de choisir entre le modèle à effets fixes ou bien le modèle à effets aléatoires en appliquant le test de spécification de Hausman

3.3.1 Analyse de l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur la création de valeur actionnariale mesurée par MBR

Le tableau 5 ci-dessous présente les statistiques de Fisher concernant le modèle 1. Il ressort que la probabilité d'acceptation de l'hypothèse nulle du test de Fisher est de $0.001 <$ au seuil de 5%. Alors, il est question de rejeter l'hypothèse nulle H_0 et confirmer l'existence d'un effet individuel.

Tableau 5 : Statistiques de Fisher pour MBR

		ANOVA ^a				
Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	265,425	15	17,695	7,261	<,001 ^b
	de Student	626,332	257	2,437		
	Total	891,757	272			

a. Variable dépendante : MBR

b. Prédicteurs : (Constante), SECTEUR, NIV_ACT, ADM_ETR, TCA, EXP_ADM, COMPET_DOCT, NR, ADM_IND, FEMME, ENDET, CUMUL, COMPET_ETR, AGE_ENT, EXP_INTERN, TAILLE_ENT

Source : propre élaboration par le logiciel SPSS

Il convient, à ce niveau, de recourir au test de spécification de Hausman (1978) afin d'identifier la nature de la spécification (fixe ou aléatoire).

Le tableau 6, ci-dessous, renseigne sur le test de spécification de Hausman (1978).

Tableau 6 : Spécification de test de Hausman pour MBR

Test d'Hausman (effets individuels fixes ou aléatoires)
Correlated Random Effects

Hausman Test Equation : MBR Test cross-section random effects	
Statistique	Probabilité
Cross-section Random Chi-square statistic	1.0

Source : propre élaboration par le logiciel Python

Selon le Test de Hausman (1978), nous constatons que la probabilité est de (1.0) supérieure à la valeur critique de Khi-Deux au seuil de 5%. Ce qui signifie que le modèle étudié est à effets individuels aléatoires.

Tableau 7 : Résultats de la régression linéaire multiple relative au modèle 1

Modèle	Coefficients ^a												
	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		Intervalle de confiance à 95,0% pour B		Corrélations			Statistiques de colinéarité			
	B	Erreur standard	Bêta	t	Sig.	Borne inférieure	Borne supérieure	Corrélation simple	Partielle	Partielle	Tolérance	VIF	
1 (Constante)	-4,179	2,116		-1,975	,049	-8,347	-,012						
TCA	,063	,043	,098	1,461	,145	-,022	,148	,283	,091	,076	,605	1,652	
ADM_ETR	,006	,005	,089	1,122	,263	-,004	,015	,096	,070	,059	,435	2,300	
ADM_IND	-,009	,007	-,081	-1,313	,190	-,023	,005	-,034	-,082	-,069	,723	1,383	
CUMUL	-,363	,244	-,099	-1,484	,139	-,844	-,119	-,216	-,092	-,078	,619	1,616	
NR	,181	,076	,148	2,379	,018	,031	,331	,188	,147	,124	,706	1,417	
FEMME	,038	,009	,271	4,072	<,001	,020	,057	,188	,246	,213	,615	1,626	
COMPET_ETR	-,019	,009	-,150	-2,259	,025	-,036	-,002	-,057	-,140	-,118	,619	1,616	
COMPET_DOCT	-,031	,010	-,209	-3,101	,002	-,051	-,011	-,208	-,190	-,162	,604	1,657	
EXP_INTERN	,012	,005	,175	2,294	,023	,002	,023	,081	,142	,120	,470	2,126	
EXP_ADM	-,003	,007	-,040	-,505	,614	-,017	,010	-,065	-,031	-,026	,443	2,258	
TAILLE_ENT	,334	,087	,295	3,834	<,001	,162	,505	,194	,233	,200	,463	2,162	
ENDET	-,006	,003	-,123	-1,817	,070	-,013	,001	,015	-,113	-,095	,601	1,664	
AGE_ENT	,024	,247	,007	,098	,922	-,462	,510	,027	,006	,005	,555	1,800	
NIV_ACT	,012	,005	,130	2,417	,016	,002	,022	,191	,149	,126	,948	1,055	
SECTEUR	-,433	,254	-,105	-1,702	,090	-,934	,068	-,090	-,106	-,089	,724	1,382	

a. Variable dépendante : MBR

Source : propre élaboration par le logiciel Python

Les résultats du tableau 7 indiquent que le coefficient associé à la variable FEMME est positif et statistiquement significatif ($b = 0.271$, $P < 0.001$). Ce qui implique que la mixité du conseil d'administration a un impact positif sur le MBR. Ce résultat supporte l'hypothèse H4 qui stipule que la présence d'un pourcentage important de femmes administratrices au sein du conseil d'administration affecte positivement la création de valeur actionnariale. Ce résultat corrobore les résultats de plusieurs études, entre autres celle de Adams et Ferreira (2022) qui a montré que les conseils d'administration diversifiés, en particulier avec une représentation féminine élevée, tendent à améliorer la performance à long terme, en raison de la diversité des perspectives et de la prise de décision plus équilibrée.

Les résultats montrent aussi que le coefficient associé à la fréquence de réunions des membres du conseil d'administration NR est positif ($b = 0.148$) et statistiquement significatif ($P = 0.018$) et ce conformément à l'hypothèse H6 qui prévoit que le nombre de réunions annuelles du conseil d'administration impacte positivement la création de valeur actionnariale mesurée par le MBR. Ce résultat est confirmé par plusieurs études dont les plus importantes sont celle de

Godard et Schatt (2004), qui ont souligné que l'augmentation du nombre de réunions du conseil d'administration permet un contrôle détaillé et efficace des managers et augmente la richesse pour les actionnaires ainsi que celle de Lipton et Lorsch (1992) qui suggèrent qu'il faut augmenter le nombre des réunions du conseil d'administration par an, pour créer de la valeur actionnariale et remplir les attentes des actionnaires.

Par ailleurs, les résultats indiquent une relation positive et significative ($b = 0.175$, $P < 0.023$) entre la proportion d'administrateurs ayant une expérience internationale et la création de valeur actionnariale mesurée par le MBR, d'où la validation de l'hypothèse 8 de notre recherche. Ce résultat peut être expliqué par le fait que l'expérience internationale des administrateurs peut améliorer la prise de décision stratégique en raison de leur meilleure compréhension des différents marchés et cultures d'affaires, ce qui a un effet positif sur la création de valeur pour les actionnaires Hernández et al. (2020).

Toutefois, les résultats relatifs à la variable COMPET_DOCT indiquent un coefficient négatif et significatif au seuil de ($b = -0.209$, $P = 0.002$). Ce qui montre que le pourcentage d'administrateurs ayant un diplôme de doctorat affecte négativement le MBR contrairement à l'hypothèse 10 qui prévoit une relation positive entre la proportion d'administrateurs docteurs et la création de valeur actionnariale. Ce résultat n'est pas cohérent à l'étude de Kalyt (2011) qui souligne un effet positif de la présence d'administrateurs diplômés de doctorat sur la performance financière d'un échantillon de grandes entreprises canadiennes du fait que la présence des chercheurs ayant fait des études académiques approfondies pourrait favoriser et enrichir le débat stratégique et cognitif dans les réunions du conseil d'administration. Ainsi, le résultat négatif peut être justifié par le nombre réduit des administrateurs docteurs siégeant au sein des conseils d'administration des entreprises marocaines cotées, ce qui peut biaiser la portée de leur présence.

Par ailleurs, et contrairement à l'hypothèse H9, le pourcentage d'administrateurs ayant un diplôme étranger semble avoir un effet négatif sur la création de valeur actionnariale mesurée par le MBR. En effet, il ressort que le coefficient associé à la variable COMPET_ETR est négatif et statistiquement significatif ($b = -0.150$, $P = 0.025$).

Ce résultat n'est pas cohérent aux résultats des études de Zhang et al. (2016) qui suggèrent que les administrateurs ayant des diplômes étrangers peuvent avoir des perspectives et des priorités qui diffèrent de celles des autres actionnaires, créant des tensions et des conflits d'intérêts ce qui peut affecter négativement la création de valeur actionnariale. De plus, Liu et al. (2017) soulignent qu'un nombre élevé d'administrateurs avec des diplômes étrangers pourrait entraîner un manque de compréhension des spécificités locales du marché, ce qui pourrait être désavantageux dans les décisions stratégiques de l'entreprise.

S'agissant des variables : taille du conseil d'administration, proportion des administrateurs étrangers, indépendance du conseil d'administration, dualité et expériences stratégiques des administrateurs, le tableau 7 montre une relation non significative entre ces variables et la création de valeur actionnariale mesurée par le MBR, d'où le rejet des hypothèses H1, H2, H3, H5, et H7.

Finalement, nous constatons aussi que le signe obtenu du coefficient estimé relatif à la variable de contrôle (taille de l'entreprise) est positif et statistiquement très significatif ($b = 0.295$, $P < 0.001$). Ce résultat n'est pas conforme aux études de Black et al (2006) et Arcot et Bruno (2005) qui stipulent que les entreprises de petite taille sont plus performantes que les entreprises de grandes tailles.

3.3.2 Analyse de l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur la création de valeur actionnariale mesurée par ROE

Le tableau 8, ci-dessous, présente les statistiques de Fisher concernant le modèle 2. Il apparaît que la probabilité d'acceptation de l'hypothèse nulle du test de Fisher est de $0.001 <$ inférieure au seuil de 5%. Nous rejetons donc l'hypothèse nulle H_0 et nous confirmons l'existence d'un effet individuel.

Tableau 8 : Statistiques de Fisher pour ROE

ANOVA ^a						
Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	23085,095	15	1539,006	10,182	<,001 ^b
	de Student	38843,673	257	151,143		
	Total	61928,768	272			

a. Variable dépendante : ROE

b. Prédicteurs : (Constante), SECTEUR, NIV_ACT, ADM_ETR, TCA, EXP_ADM, COMPET_DOCT, NR, ADM_IND, FEMME, ENDET, CUMUL, COMPET_ETR, AGE_ENT, EXP_INTERN, TAILLE_ENT

Source : propre élaboration par le logiciel SPSS

Il importe, à ce niveau, d'effectuer le test de spécification de Hausman (1978) afin d'identifier la nature de la spécification (fixe ou aléatoire).

Tableau 9 : Spécification de test de Hausman pour ROE

Test d'Hausman (effets individuels fixes ou aléatoires)	
Correlated Random Effects	
Hausman Test	
Equation : ROE	
Test cross-section random effects	
Statistique	Probabilité
Cross-section	0.00000009
Random	
Chi-square statistic	

Source : propre élaboration par le logiciel Python

Selon le Test de Hausman (1978), nous constatons que la probabilité est de $(9.6674e-07)$ inférieure à la valeur critique au seuil de 5%. Ce qui montre que le modèle étudié est à effets individuels fixes. D'un point de vue économétrique, ce résultat indique que les effets individuels viennent s'ajouter à la constante du modèle et non au terme aléatoire.

Tableau 10 : Résultats de la régression linéaire multiple relative au modèle 2

		Coefficients ^a											
Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		Intervalle de confiance à 95,0% pour B		Corrélations			Statistiques de colinéarité		
		B	Erreur standard	Bêta	t	Sig.	Borne inférieure	Borne supérieure	Corrélation simple	Partielle	Partielle	Tolérance	VIF
1	(Constante)	-27,510	16,667		-1,651	,100	-60,331	5,312					
	TCA	-,242	,340	-,045	-,712	,477	-,913	,428	,106	-,044	-,035	,605	1,652
	ADM_ETR	,157	,039	,302	4,024	<,001	,080	,233	,095	,243	,199	,435	2,300
	ADM_IND	-,065	,056	-,067	-1,157	,248	-,176	,046	-,079	-,072	-,057	,723	1,383
	CUMUL	-3,818	1,925	-,125	-1,983	,048	-7,610	-,026	-,209	-,123	-,098	,619	1,616
	NR	,112	,599	,011	,188	,851	-1,067	1,291	,047	,012	,009	,706	1,417
	FEMME	,332	,074	,281	4,455	<,001	,185	,478	,119	,268	,220	,615	1,626
	COMPET_ETR	-,174	,067	-,163	-2,591	,010	-,307	-,042	-,070	-,160	-,128	,619	1,616
	COMPET_DOCT	-,131	,079	-,105	-1,655	,099	-,287	,025	-,159	-,103	-,082	,604	1,657
	EXP_INTERN	-,039	,042	-,066	-,911	,363	-,122	,045	,000	-,057	-,045	,470	2,126
	EXP_ADM	,080	,053	,112	1,514	,131	-,024	,183	-,070	,094	,075	,443	2,258
	TAILLE_ENT	3,535	,686	,374	5,155	<,001	2,185	4,885	,205	,306	,255	,463	2,162
	ENDET	-,091	,027	-,215	-3,367	<,001	-,144	-,038	-,097	-,206	-,166	,601	1,664
	AGE_ENT	-7,433	1,943	-,254	-3,826	<,001	-11,259	-3,607	-,104	-,232	-,189	,555	1,800
	NIV_ACT	,283	,039	,366	7,207	<,001	,206	,361	,379	,410	,356	,948	1,055
	SECTEUR	-1,424	2,003	-,041	-,711	,478	-5,368	2,521	-,022	-,044	-,035	,724	1,382

a. Variable dépendante : ROE

Source : propre élaboration par le logiciel Python

Les résultats du tableau 10 indiquent que le coefficient associé à la variable FEMME est positif et statistiquement significatif ($b = 0.281$, $P < 0.001$). Ce qui implique que la mixité du conseil d'administration a un impact positif sur le ROE semblablement au MBR. Ce résultat supporte encore une fois l'hypothèse H4 qui stipule que la présence d'un pourcentage important de femmes administratrices au sein du conseil d'administration affecte positivement la création de valeur actionnariale.

Par ailleurs, les résultats montrent un effet positif et significatif ($b = 0.302$, $P < 0.001$) de la présence d'administrateurs étrangers sur la création de valeur actionnariale mesurée par le ROE. Contrairement à l'hypothèse H2 qui prévoit un lien négatif entre la proportion des administrateurs étrangers et la création de valeur actionnariale. Ce résultat corrobore les résultats de l'étude de Boubaker et al. (2020) qui stipule que les administrateurs étrangers sont perçus comme possédant des compétences supplémentaires, une vision plus globale et un réseau international, des atouts qui peuvent être bénéfiques pour l'entreprise, ce qui se traduit par une augmentation de la valeur actionnariale.

Cependant, le cumul des fonctions de Président du conseil d'administration et de Directeur Général a une influence négative et significative sur la création de valeur actionnariale mesurée par le ROE ($b = -0.125$, $P = 0.048$), d'où la validation de notre cinquième hypothèse. Ce résultat peut être expliqué par le fait que, lorsqu'il n'y a pas de séparation des fonctions entre le Président du conseil d'administration et le Directeur Général, cela peut entraîner une concentration excessive du pouvoir décisionnel. Ce manque de séparation entre les deux fonctions peut réduire l'efficacité du contrôle et de la surveillance. En effet, le conseil d'administration, qui est censé protéger les intérêts des actionnaires, pourrait être moins efficace pour remettre en question ou surveiller les décisions du Président Directeur Général, ce qui peut mener à des décisions stratégiques moins optimales ou risquées.

Par ailleurs, Les résultats du tableau 10 indiquent que le coefficient associé à la variable COMPET_ETR est négatif et statistiquement significatif ($b = -0.163$, $P = 0.010$). Ce qui implique que le pourcentage d'administrateurs ayant un diplôme étranger a un impact négatif sur le ROE semblablement au MBR. Ce résultat n'est pas conforme à l'hypothèse H9 qui stipule que la présence d'un pourcentage important des administrateurs ayant un diplôme étranger, en plus du diplôme marocain, affecte positivement la création de valeur actionnariale.

Concernant les autres variables suivantes : taille du conseil d'administration, indépendance du conseil d'administration, nombre de réunions du conseil d'administration, expériences stratégiques et internationales des administrateurs et proportion des administrateurs docteurs, le tableau 10 montre une relation non significative entre ces variables et la création de valeur actionnariale mesurée par le ROE, d'où le rejet des hypothèses H1, H3, H6, et H7, H8 et H10.

Enfin, et semblablement aux résultats du modèle 1, nous constatons que le signe obtenu du coefficient estimé relatif à la variable de contrôle (taille de l'entreprise) est positif et statistiquement très significatif ($b = 0.374$, $P = <0.001$). Aussi, le tableau indique que le coefficient relatif au ratio d'endettement est négatif et statistiquement significatif ($b = -0.215$, $P = <0.001$). En effet, le signe négatif du coefficient relatif à la variable ENDET est conforme aux résultats des études antérieures comme celle de Myers (1977) qui avance que le recours à l'endettement conduit à des coûts d'agence élevés à cause de la divergence des intérêts des actionnaires et des créanciers et entrave, par conséquent, la performance financière de l'entreprise.

3.3.3 Analyse de l'effet des caractéristiques du conseil d'administration sur la création de valeur partenariale mesurée par VA

Le tableau 11 ci-dessous présente les statistiques de Fisher concernant le modèle 3. Il est à constater que la probabilité d'acceptation de l'hypothèse nulle du test de Fisher est de $0.001 <$ inférieure au seuil de 5%. Nous rejetons donc l'hypothèse nulle H_0 et nous confirmons l'existence d'un effet individuel.

Tableau 11 : Statistiques de Fisher pour VA

		ANOVA ^a				
Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	5,034E+19	15	3,356E+18	6,258	<,001 ^b
	de Student	1,378E+20	257	5,364E+17		
	Total	1,882E+20	272			

a. Variable dépendante : VA

b. Prédicteurs : (Constante), SECTEUR, NIV_ACT, ADM_ETR, TCA, EXP_ADM, COMPET_DOCT, NR, ADM_IND, FEMME, ENDET, CUMUL, COMPET_ETR, AGE_ENT, EXP_INTERN, TAILLE_ENT

Source : propre élaboration par le logiciel SPSS

A ce niveau, le recours au test de spécification de Hausman (1978) s'avère incontournable afin de déterminer la nature de la spécification (fixe ou aléatoire).

Tableau 12 : Spécification de test de Hausman pour VA

Test d'Hausman (effets individuels fixes ou aléatoires)
Correlated Random Effects
Hausman Test

Equation : MBR Test cross-section random effects	
Statistique	Probabilité
Cross-section Random Chi-square statistic	0.9361

Source : propre élaboration par le logiciel Python

Selon le Test de Hausman, nous constatons que la probabilité est de (0.9361) supérieure au seuil de 5%. Ce qui indique que le modèle étudié est à effets individuels aléatoires.

Tableau 13 : Résultats de la régression linéaire multiple relative au modèle 3

Modèle		Coefficients ^a												
		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.	Intervalle de confiance à 95,0% pour B		Corrélations			Statistiques de colinéarité		
		B	Erreur standard				Borne inférieure	Borne supérieure	Corrélation simple	Partielle	Partielle	Tolérance	VIF	
1	(Constante)	-2231182554	992871469,47		-2,247	,025	-4186382280	-275982827,1						
	TCA	84132215,741	20282979,442	,285	4,148	<,001	44190212,088	124074219,39	,403	,250	,221	,605	1,652	
	ADM_ETR	1476936,796	2317597,864	,052	,637	,525	-3086963,819	6040837,410	,032	,040	,034	,435	2,300	
	ADM_IND	-8487133,373	3353537,290	-,159	-2,531	,012	-15091044,749	-1883221,998	-,077	-,156	-,135	,723	1,383	
	CUMUL	-160557634,0	114699530,26	-,095	-1,400	,163	-386428249,8	65312981,774	-,306	-,087	-,075	,619	1,616	
	NR	88125069,435	35669927,437	,157	2,471	,014	17882510,838	158367628,03	,208	,152	,132	,706	1,417	
	FEMME	997544,732	4434416,023	,015	,225	,822	-7734873,576	9729963,039	-,125	,014	,012	,615	1,626	
	COMPET_ETR	3753190,619	4010638,335	,064	,936	,350	-4144708,774	11651090,012	,162	,058	,050	,619	1,616	
	COMPET_DOCT	-4233438,405	4711227,651	-,062	-,899	,370	-13510964,549	5044087,739	-,124	-,056	-,048	,604	1,657	
	EXP_INTERN	-613709,736	2522225,151	-,019	-,243	,808	-5580570,077	4353150,605	,107	-,015	-,013	,470	2,126	
	EXP_ADM	3745098,597	3133757,469	,096	1,195	,233	-2426014,115	9916211,310	,108	,074	,064	,443	2,258	
	TAILLE_ENT	78472471,255	40847553,112	,151	1,921	,056	-1966061,963	158911004,47	,318	,119	,103	,463	2,162	
	ENDET	-1440932,156	1602552,958	-,062	-,899	,369	-4596739,530	1714875,217	,089	-,056	-,048	,601	1,664	
	AGE_ENT	-126644641,7	115743269,27	-,078	-1,094	,275	-354570627,5	101281344,08	-,073	-,068	-,058	,555	1,800	
	NIV_ACT	-240691,434	2343427,394	-,006	-,103	,918	-4855456,528	4374073,659	,025	-,006	-,005	,948	1,055	
	SECTEUR	82868849,481	119324068,34	,044	,694	,488	-152108580,1	317846279,06	,105	,043	,037	,724	1,382	

a. Variable dépendante : VA

Source : propre élaboration par le logiciel Python

Les résultats du tableau 13 indiquent une association positive et statistiquement significative ($b = 0.285$, $P = <0.001$) de la variable TCA sur la création de valeur partenariale estimée par la VA, et ce conformément à l'hypothèse H1' qui prévoit une relation positive entre la taille du conseil d'administration et la création de valeur partenariale. Ces résultats corroborent ceux de l'étude de Luo et al. (2018) qui montrent que les conseils d'administration de taille plus grande sont mieux équipés pour intégrer les préoccupations sociales et environnementales dans la stratégie d'entreprise, améliorant ainsi la création de valeur partenariale.

Il ressort aussi que la proportion des administrateurs indépendants a un effet négatif et significatif ($b = -0.159$, $P = 0.012$) de sur la création de valeur partenariale mesurée par la VA, et ce, contrairement à la prédiction de l'hypothèse H3'. Ce résultat confirme celui de plusieurs études telles que celles de Shivdasani et Yermack (1999) ; Carter et Lorsch (2004) ; Harrison et al. (2011) et Johnson et al. (2013) qui ont mis en évidence le paradoxe de l'indépendance des administrateurs. En effet, bien que l'indépendance soit cruciale pour assurer un contrôle efficace, l'absence de liens forts avec l'entreprise peut limiter la capacité du conseil d'administration à comprendre pleinement les besoins des différentes parties prenantes. Les auteurs suggèrent qu'un équilibre est nécessaire entre indépendance et expérience interne, afin de s'assurer que le conseil d'administration puisse représenter efficacement les intérêts de l'ensemble des parties prenantes.

En outre, il est à constater que le coefficient associé à la variable fréquence de réunion NR est positif ($b = 0.157$) et statistiquement significatif au ($P = 0.014$). Ce résultat confirme l'hypothèse H6' qui prévoit que la fréquence de réunions du conseil d'administration impacte positivement la création de valeur partenariale mesurée par la VA. Ce résultat est justifié par l'étude de Kiel et Nicholson (2003) qui ont suggéré que la fréquence élevée des réunions du conseil d'administration permet une meilleure supervision, une prise de décision plus agile et une réactivité accrue aux besoins des parties prenantes. Cela peut améliorer la capacité du conseil

d'administration à intégrer les intérêts des différentes parties prenantes et favoriser ainsi la création de valeur partenariale, notamment en répondant plus efficacement aux préoccupations sociales, environnementales et économiques.

S'agissant des autres variables : proportion des administrateurs étrangers, mixité du conseil d'administration, dualité, expériences stratégiques et internationales des administrateurs, proportion des administrateurs ayant un diplôme étranger et proportion des administrateurs docteurs, le tableau 13 montre une relation non significative entre ces variables et la création de valeur partenariale mesurée par la VA, d'où le rejet des hypothèses H2', H4', H5', et H7', H8', H9' et H10'.

Synthèse des résultats obtenus :

	Variables	Signe prévu	Signe obtenu	Hypothèses
Variable dépendante MBR	TCA	+	NS	Rejetée
	ADM ETR	-	NS	Rejetée
	ADM IND	+	NS	Rejetée
	FEMME	+	+	Confirmée
	CUMUL	-	NS	Rejetée
	NR	+	+	Confirmée
	EXP ADM	+	NS	Rejetée
	EXP INTERN	+	+	Confirmée
	COMPET ETR	+	-	Rejetée
COMPET DOC	+	-	Rejetée	
Variable dépendante ROE	TCA	+	NS	Rejetée
	ADM ETR	-	+	Rejetée
	ADM IND	+	NS	Rejetée
	FEMME	+	+	Confirmée
	CUMUL	-	-	Confirmée
	NR	+	NS	Rejetée
	EXP ADM	+	NS	Rejetée
	EXP INTERN	+	NS	Rejetée
	COMPET ETR	+	-	Rejetée
COMPET DOC	+	NS	Rejetée	
Variable dépendante VA	TCA	+	+	Confirmée
	ADM ETR	-	NS	Rejetée
	ADM IND	+	-	Rejetée
	FEMME	+	NS	Rejetée
	CUMUL	-	NS	Rejetée
	NR	+	+	Confirmée
	EXP ADM	+	NS	Rejetée
	EXP INTERN	+	NS	Rejetée
	COMPET ETR	+	NS	Rejetée
COMPET DOC	+	NS	Rejetée	

4. Conclusion

En conclusion, comprendre l'impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la création de valeur, tant actionnariale que partenariale, permet de mieux appréhender les défis contemporains de la gouvernance d'entreprise. Cette étude invite ainsi à une réflexion approfondie sur la manière dont les conseils peuvent évoluer pour répondre aux exigences simultanées de performance à court terme et de durabilité à long terme, dans un monde où la

création de valeur ne se limite plus seulement à la rentabilité financière, mais s'étend également aux relations et aux partenariats stratégiques. En effet, l'interaction entre ces deux dimensions de valeur, actionnariale et partenariale, souligne la nécessité pour les conseils d'administration d'adopter une approche équilibrée et holistique, alliant rigueur dans le contrôle de la performance financière et ouverture à l'innovation et à la coopération. Si la maximisation des rendements pour les actionnaires reste un objectif prioritaire, la construction de partenariats solides et la gestion des relations avec les autres parties prenantes sont de plus en plus perçues comme des facteurs déterminants pour le succès durable des entreprises dans un environnement complexe et interconnecté.

L'objectif de cette étude est de mettre en exergue l'impact des caractéristiques disciplinaires et cognitives du conseil d'administration sur la création de valeur au sein de 39 entreprises marocaines non financières cotées à la bourse des valeurs de Casablanca (BVC).

Afin de mieux étudier cet impact, nous avons fait appel, dans un premier temps, aux statistiques descriptives pour avoir quelques informations sur les caractéristiques et les pratiques des entreprises marocaines retenues en matière de gouvernement d'entreprise et en particulier sur les principales caractéristiques de leurs conseils d'administration. Ensuite, nous avons mené une analyse bivariée afin de repérer les tendances, les corrélations et les associations potentielles entre les variables explicatives et les variables à expliquer de notre modèle de recherche. Et afin de réaliser l'analyse multivariée, indispensable à notre étude, nous avons opté pour la régression linéaire multiple sur donnée de panel à effet fixe pour M2 (ROE) et à effets aléatoires pour M1 et M3 (MBR et VA) sur python. Ce choix est justifié par l'absence d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation des erreurs et la détection des effets individuels fixes pour M2 et aléatoires pour M1 et M3.

En définitive, l'analyse empirique portant sur un panel de 39 entreprises marocaines cotées durant la période 2017-2023 montre que les caractéristiques cognitives du conseil d'administration liées au type de formation (diplôme étranger) impactent négativement la création de valeur actionnariale mesurée par le MBR et le ROE. Tandis que les expériences internationales des administrateurs affectent positivement le MBR. Cependant ces caractéristiques cognitives n'ont aucun impact significatif sur la création de valeur partenariale estimée par la VA. S'agissant des autres caractéristiques du conseil d'administration, les résultats indiquent que la mixité du conseil influence positivement la création de valeur actionnariale mesurée par le MBR et le ROE, la proportion des administrateurs étrangers influence favorablement le ROE alors que l'indépendance du conseil d'administration impacte négativement la création de valeur partenariale mesurée par la VA.

Ces nuances soulignent la nécessité d'une composition équilibrée du conseil d'administration afin d'optimiser la création de valeur des entreprises marocaines cotées à la bourse de Casablanca.

Références bibliographiques :

- (1) Adams, R.B & Ferreria, D 2009, « Women in the boardroom and their impact on governance and performance », *Journal of Financial Economics*, Vol.94, pp.291-309.
- (2) Andrés, P., Azofra, V. & López, F.J , 2005, « Corporate Boards in some OECD countries: size composition, functioning and effectiveness. » *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 13(2), pp 197-210.
- (3) Ben Taleb D., Léger-Jamiou S-C., (2012), «L'impact de l'intervention des administrateurs externes et de la taille du conseil sur la performance des entreprises: application au contexte tunisien », *Revue des Sciences de Gestion*, n° 254, Moi, pp. 81-87.
- (4) Bhagat, S. & Black, B. 1999, « The uncertain relationship between board composition and firm value » , *Business Lawyer* N°54, pp 921-963.
- (5) Bhagat ,S. & Black, B , 2000, « Board independence and long-term firm performance » working paper, University of Colorado.
- (6) Black, B S., Love, I & Rachinsky, A 2006, « Corporate Governance and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia » . *Emerging Markets Review*, Vol. 7, pp. 361-379.
- (6) Brown, L D. & Caylor L M, 2004, « Corporate governance and firm Performance » Georgia State University working paper.
- (7) Carapeto, M, Lasfer, M & Machera, K, 2005, « Does Duality Destroy Value? » Cass BusinessSchool Research Paper.
- (8) Carter , D.A, Simkins , B.J. & Simpson , W.G, 2003, « Corporate governance, board diversity, and firm value », *The Financial Review*, Vol.38, pp.33-53.
- (9) Charreaux G. (2000), « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *Revue du Financier*, n°127, p. 8-17.
- (10) Charreaux G. (2002b), « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, p. 77-107.
- (11) Feudjo J. et Mfouapon K. G., « L'efficacité du conseil d'administration dans les sociétés anonymes au Cameroun : une lecture par l'hétérogénéité des administrateurs », *La Revue Gestion et Organisation*, 2013, p. 196–202
- (12) Ghaya H. et Lambert G., « Spécificités cognitives du CA et performance financière des entreprises : cas des entreprises françaises de CAC 40 » ; Bureau de travail ; 2012.
- (13) Godard L., 2002, « La taille du conseil d'administration : déterminants et impact sur la performance », *Revue Sciences de Gestion*, 33, pp.125-148.
- (14) Godard L & A. Shatt; 2004, « Caractéristiques et fonctionnement des d'administration français : Un état des lieux », *Cahier du FARGO*, n° 104020, février.
- (15) Hillman A. J. et Dalziel T. (2003), « Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives », *Academy of Management Review*, vol. 28, n° 3, p. 383-396.
- (16) Kang H., Cheng M. et Cray S.J. (2007), « Corporate Governance and Board Composition: Diversity and Independence of Australian Boards », *Corporate Governance*, vol. 15, n°2, p. 194-207.

- (17)Kolsi M. et Ghorbel H., « Effet des mécanismes de gouvernance sur la performance financière et boursière : Cas des entreprises canadiennes », Comptabilité, Economie et Société, Montpellier, 2011, P. 23.
- (18)Lefort, F. & Urzua, F., 2008, « Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile », Journal of Business Research, vol 61, pp 615-622.
- (19)Louizi A., « Les déterminants d'une "bonne gouvernance" et la performance des entreprises françaises : étude empirique », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, 2011. Université Sfax Tunis.
- (20)Mohamed Saber H. & Laghmari L (2018), « Articulation Gouvernance-Sante Financière : Etude Comparative Entre Total Maroc et Cosumar », International Journal of Economics Management et stratégie, vol 15, pp/ 22-37.
- (21)Ngomessé Njike D. & Tcheubeu T. (2017), « Mécanismes internes de gouvernance dans les entreprises publiques camerounaises : évolution, caractéristiques et fonctionnement du conseil d'administration » ;International Journal of Innovation and Applied Studies, Vol. 20 No. 4, pp : 1233-1245.
- (22)Omri .A , M'hamid .I &Hachana .R , 2011, «Diversité genre dans le conseil d'administration et performance des entreprises tunisiennes cotées » global journal of management and business research.
- (23)Oxelheim L. Randoy T., (2003), «The impact of foreign board membership on firm value» Journal of Banking and Finance, volume 27, n° 12, December, pp. 2369-2392.
- (24)Saibaba M-D., Ansari V-A., (2012), «Impact of Board Size: An Empirical Study of Companies Listed in BSE 100 Index», Indian Journal of Corporate Governance, volume 5, n°2, Juillet, pp. 108-119.
- (25)Toé (2014), «Diversité du genre au conseil d'Administration : vers une amélioration de la gouvernance des entreprises », Revue de Gestion, 2014, Vol. 31, pp : 87 -113.
- (26)Triki M. & Bouaziz Z. (2012), « L'impact du conseil d'administration sur la performance financière des entreprises Tunisiennes », MPRA/ Munich Personal RePEc, No. 38672.
- (27)Watson W-E., Kumar K., Michaelsen L-K., (1993), «Cultural Diversity's Impact on Interaction Process and Performance: Comparing Homogeneous and Diverse Task Groups», The Academy of Management Journal, Volume 36, n° 3, Juin, pp. 590-602.
- (28)Weisbach (1988) Outside directors and CEO turnover Journal of Financial Economics, 20(1988), pp. 431-460.
- (29)Wirtz, P., The Cognitive Dimension of Corporate Governance in Fast Growing Entrepreneurial Firms, European Management Journal, 2011, 431-447.
- (30) Zenou E. & Gallia F. (2013), « La diversité du conseil d'administration influence-t-elle l'innovation ? L'impact de la diversité de genre et d'âge sur les différents types d'innovation » ; in Management & Avenir.