

Structure du Capital et Gouvernance des Societes Cotees au Maroc

Sidi Mohamed Rigar et Sanae Solhi

Working Paper 431

September 2008

Rigar Sidi Mohamed, faculté des sciences juridiques, économiques et sociales Marrakech.
Email : mrigar@gmail.com
Solhi Sanae, faculté des sciences juridiques, économiques et sociales Agdal Rabat.
Email : sanae.solhi@gmail.com

Abstract

Le débat autour de la question de gouvernance des entreprises s'est acharné ces dernières années avec la multiplication des scandales financiers et les dérives qu'ont connues certaines firmes par rapport aux règles de bonne conduite.

Notre papier cherche, à travers une analyse du cas marocain, et en s'intéressant plus exactement aux sociétés cotées, d'identifier le rôle des facteurs financiers, managériaux et organisationnels dans le processus de gouvernance des entreprises marocaines. Nous visons à mettre en exergue la relation entre le mode de gouvernance en vigueur au niveau des entreprises marocaines et leurs spécificités en matière de structure financière, de style de management et de structure organisationnelle.

Après une présentation détaillée du cadre théorique et conceptuel mettant en exergue les problèmes d'asymétrie de l'information et leur impact sur le processus de résolution des conflits entre les parties prenantes au sein des entreprises, nous avons procédé à une étude approfondie du cadre institutionnel régissant la gouvernance des entreprises au Maroc.

Il en ressort que le code juridique marocain des sociétés cotées présente une certaine adéquation avec les principes de la bonne gouvernance. Les limites persistent surtout au niveau de leur adoption par les sociétés. Les raisons sont multiples; elles sont soit liées à la structure du capital ou à sa répartition, mais aussi à d'autres facteurs socioculturels liés à la mentalité des dirigeants et à leurs visions managériales. Il règne souvent une certaine culture de fraude encouragée par une créativité comptable, et une sorte de complicité des instances de vérification et de contrôle, ce qui rendant la lecture des comptes sociaux difficile, et met en péril le respect des règles de bonne gouvernance. La sensibilisation et la formation des acteurs au niveau de l'entreprise, aux enjeux de la bonne gouvernance reste le seul moyen pour atténuer le fossé entre les principes de bonne gouvernance et les pratiques au sein des entreprises marocaines.

Introduction

La gouvernance d'entreprise –Corporate governance- est devenue un thème majeur sur les marchés financiers ; c'est une onde qui a démarré aux Etats-Unis pour toucher l'ensemble des économies à travers les entreprises et les bourses. La mondialisation des entreprises, la globalisation financière et le souci accru des actionnaires à l'égard de la rentabilité réelle de leurs investissements, ne peuvent qu'inciter les entreprises à s'armer de principes jugés indispensables telles : transparence, protection des droits des actionnaires, publication des informations, constitution du conseil d'administration, existence des commissaires aux comptes et des administrateurs indépendants...

A noter que les premiers débats et les premières réglementations remontent aux années trente avec Berle & Means¹ d'un côté, le *Glass Steagall Act*² de l'autre. Cependant, c'est aux cours des années 1980 et au début des années 1990, qu'on a enregistré une montée des investisseurs institutionnels, surtout les fonds de pension et en particulier les fonds de pension américains, qui jouaient un rôle actif dans l'actionnariat des grandes entreprises et partout dans le monde financier. Ces fonds exigeaient la transparence et le respect des droits des actionnaires minoritaires, ce qui a permis à un grand nombre d'entreprises de développer leurs relations avec leurs actionnaires.

Aujourd'hui, le développement de la gouvernance d'entreprise s'effectue dans deux directions : l'accroissement des moyens de contrôle et de surveillance à la disposition des administrateurs indépendants, et le renforcement des droits des actionnaires. Les principes de la « *Corporate Governance* » constituent, désormais, un cadre de référence des relations de pouvoir entre managers, investisseurs institutionnels et actionnaires d'entreprises.

Du point de vue pratique, la plupart des pays se sont déclarés en faveur de la « *Corporate Governance* ». Le Maroc aussi a pris ce chemin en instaurant un ensemble de règles. Parmi celles-ci, les circulaires du CDVM et la loi sur la société anonyme (SA) 17/95 qui sont adaptées à l'évolution économique actuelle et répondent aux principes de bonne gouvernance.

Dans ce sillage, l'adoption immédiate de ces principes est incontournable pour le maintien de la confiance des épargnants et le développement durable de la bourse de Casablanca. Mais, suivre ces principes à la lettre n'est pas une garantie d'efficacité.

Au Maroc, trois sortes de problèmes semblent être à l'origine des problèmes de gouvernance des entreprises: la fragilité de la structure financière, la caducité des styles de management, et la nature des structures organisationnelles.

Le débat qui doit être menée aujourd'hui sur la bonne gouvernance au Maroc ne concerne ni les lois ni les codes mais plutôt comment empêcher les dirigeants de poursuivre leurs propres buts ? Comment les contraindre et les inciter à épouser les intérêts des actionnaires ?

C'est dans cet objectif que la loi 17/95 sur les sociétés anonymes et les règles du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières ont été conçues. Elles visent l'adoption de nouvelles règles d'organisation et d'administration des sociétés, particulièrement celles cotées en bourse, afin de donner plus de crédibilité à notre place financière et rassurer les investisseurs locaux et étrangers.

Dans ce papier, nous cherchons à identifier le rôle des facteurs financiers, managériaux et organisationnels dans le processus de gouvernance des entreprises marocaines. Nous visons à

¹ - A Berle et G. Means : "the modern corporation and private property" Edition, Harvest Book. 1967.

² - créée par les pouvoirs publics américains afin de réglementer strictement la présence des banques et des institutions financières dans le capital des firmes du pays ; Cette réglementation établissait une distinction claire entre les banques commerciales et les banques d'affaires

mettre en exergue la relation entre le mode de gouvernance en vigueur au niveau des entreprises marocaine et leurs spécificités en matière de structure financière, de style de management et de structure organisationnelle.

Après avoir présenté succinctement le cadre théorique et conceptuel dans lequel évolue cette relation, nous nous attarderons sur les manifestations des modes de gouvernance au sein des entreprises marocaines en se référant à des cas concrets ayant fait date en matière de scandales financiers. Nous exposerons, ensuite, le rôle des facteurs explicatifs précités dans l'aboutissement de ces modes de gouvernance, ainsi que l'aboutissement des principales réformes réglementaires et institutionnelles ayant concerné la gouvernance des entreprises au Maroc.

1. Gouvernance d'Entreprise : Les principaux construits théoriques

Les théories économiques ont largement abordé les intérêts des différents acteurs dans l'entreprise en matière de détention d'information. Alors que la théorie néo-classique plaide en faveur d'une large diffusion de l'information requise, d'autres théories, essayèrent de montrer que l'information n'est pas facilement accessible (théorie d'asymétrie d'information) ; et que les relations entre actionnaire (principal) et dirigeant (agent) sont tendues (théorie de l'agence).

1.1 Rôle et importance de l'information dans le système de gouvernance

Le système de gouvernance de l'entreprise est basé sur la maîtrise de l'information de la part des différentes parties prenantes. Si la position initiale des néoclassiques aborde l'entreprise comme étant une boîte noire et attribue tous les aspects organisationnels au marché, d'autres théories ont mis l'accent sur le rôle de l'information et son rôle dans la répartition du pouvoir au sein de l'entreprise.

1.1.1 la position néoclassique

La thèse néo-classique considère « l'action » comme un simple placement et non un titre de participation à l'exercice du pouvoir de décision. Les droits de propriétés liés à l'action existent parce qu'on peut les échanger sur un marché, mais ils ne peuvent pas influencer en interne les décisions de gestion.

A la suite des travaux de Coase (1937)³, la théorie économique propose une autre vision de la firme. Selon Alchian et Demsetz (1972)⁴, la firme n'est qu'une fiction juridique fondée sur des droits de propriété, à l'intérieur de laquelle différents acteurs économiques disposent d'une fonction d'utilité spécifique et nouent entre eux une multitude de contrats. A. Berle et G. Means⁵ ont développé la thèse dite du « *contrôle managérial* » ou de « *la séparation de la propriété et du pouvoir* » au sein des grandes sociétés de capitaux. Les deux auteurs constatent également que presque la totalité des actionnaires de ces sociétés sont des « petits porteurs » qui ont dans la plupart des cas acquis un nombre limité de titres dans le but de placement financier. Ainsi, ils ont renoncé à l'existence de certains pouvoirs, droits de propriété, et principalement, à la participation effective aux actes d'administration en confiant cette tâche aux managers. Concomitamment, Galbraith (1967)⁶ a spécifié l'exercice des actes d'administration par les managers « la technocratie », alors que les actionnaires ne conservent de leurs droits de propriété que la possibilité de recueillir les fruits de leur

³ - R. Coase : « *The nature of the firm* » *Economica* Vol 4 1937

⁴ - Alchian et Demsetz : « Production, information costs and economic organisation ». In *American Economic Review* vol.62 1972

⁵ - Op cité

⁶ - J.K. Galbraith : « le nouvel Etat industriel » 1967 traduit en français en 1969, cité dans l'ouvrage de Ludovic Probert : « la maîtrise sociale de l'économie » Paris. Michalon 2003

placement et le caractère de divisibilité et d'impersonnalité qu'acquièrent leurs titres qui les rendent aisément transférables.

Les travaux de Berle et Means d'une part et Galbraith de l'autre, ont insisté sur deux notions importantes qui caractérisent le fonctionnement des grandes firmes :

- La première est celle de la multiplicité des facteurs en relation avec la firme et qui participent à sa vie, on les désigne sous le terme de « *stakeholders* »⁷ ou « *les détenteurs d'enjeux* ». Il existe aussi les « *stokhloders* » qui sont les seuls à avoir sur la firme un droit de propriété.
- La seconde notion est celle de la marge de liberté des managers « *managerial discretion* » qui pose des interrogations sur l'exercice concret du pouvoir dans une société de capitaux.

La théorie micro-financière, ancrée dans les concepts néo-classiques, affiche des objectifs plus centrés sur l'actionnaire « *primauté de la maximisation de la richesse des actionnaires* », et qualifie le rôle des groupes autres celui des actionnaires comme consistant à poser des contraintes sur les décisions de la firme et sur le répartition par celle-ci de surplus créée par son activité.

1.1.2 L'asymétrie d'information et la structure financière de l'entreprise

Une information imparfaite mène les actionnaires à avoir une mauvaise appréciation sur la valeur réelle de l'entreprise. C'est pourquoi les entreprises performantes ont reconnu l'importance de l'information et de la communication dans la vie de la société et ont essayé d'annoncer et de publier tous les rapports financiers qui la touchent.

Parmi les modèles qui se sont intéressés à la relation existante entre l'asymétrie d'information et la structure financière, on trouve le modèle de Leland et Pyle⁸ qui transpose le modèle d'Akerlof. Ces deux modèles concluent que les épargnants n'ont pas la possibilité de distinguer entre les projets rentables et ceux qui le sont moins. Dans ce cas, les épargnants seront obligés d'anticiper sans trop s'écarter de la moyenne du marché. Si cette moyenne était élevée, des projets à valeur faible pourront bénéficier de profits importants en recueillant des financements à coût faible.

Ainsi, en absence de politique de signalisation des projets rentables, ceux-ci trouvent du mal à se faire financer sur le marché, donc on retrouvera l'une des plus importantes conclusions d'Akerlof⁹ : « *les mauvais projets chassent les bons, en cas d'absence de signaux de la part de bons projets* ». Selon Leland, Pyle et Akerlof, l'un des principaux signaux est la prise de participation des dirigeants eux-mêmes dans le capital de leurs sociétés. Et, plus cette participation est importante, plus la valeur de l'entreprise est grande.

La structure financière de l'entreprise est également un moyen efficace pour contraindre les dirigeants à travailler pour l'intérêt des actionnaires. Le recours à la dette constitue une réelle source de motivation pour les dirigeants, dans le sens où ces derniers se trouvent dans l'obligation d'être plus efficace et de générer des résultats importants afin de pouvoir rembourser les dettes et éviter toute défaillance de l'entreprise ; qui les priverait de leurs avantages.

⁷ - Ce terme est apparu aux Etats-Unis au début des années 60, il désigne l'ensemble des agents pour lesquels le développement et la bonne santé de l'entreprise constituent un enjeu majeur.

⁸ - Cité dans F. LOBEZ : « Banques et marchés du crédit » ed. PUF 1997 p :87

⁹ - Op cité F. LOBEZ

Cela coïncide effectivement avec les résultats de Ross (1977)¹⁰ qui affirment que la valeur de l'entreprise s'accroît avec l'endettement. Le marché financier valorise la nécessité pour la firme endettée d'être plus performante, seul moyen pour elle d'assurer le remboursement de la dette. Cette situation induit un certain paradoxe lié à la qualité de l'information. Pour Ross, l'endettement signale aux investisseurs externes que les dirigeants de l'entreprise sont capables d'assumer une dette importante via des projets futurs rentables. Or, les dirigeants sont particulièrement bien renseignés sur les perspectives de développement de l'entreprise grâce notamment à leur position au sein de l'entreprise qui leur permet de disposer en priorité d'informations privilégiées.

Il en découle que l'une des règles régissant la bonne gouvernance dans l'entreprise est la transparence et la diffusion de l'information exacte sur tous les éléments pertinents de l'entreprise ; notamment la situation financière, les résultats annuels, l'actionnariat et primordialement le système de gouvernance applicable au sein de l'entreprise.

1.2 Les rapports entre parties prenantes au sein de l'entreprise à la lumière de la théorie de l'agence

La relation entre actionnaires et dirigeants est souvent décrite comme une relation d'agence où les propriétaires délèguent la gestion à des agents rémunérés à cette fin. Quant à la firme, elle est considérée comme « *un nœud de contrats* » c'est-à-dire qu'elle se trouve au centre de relations contractuelles avec les salariés, les créanciers, les clients...

Le dirigeant agit en qualité d'« agent » de ses co-contractants qui interviennent en qualité de « principaux ». Cette « *relation d'agence* » est doublement asymétrique. D'une part, l'agent dispose d'informations sur ses préférences coûts... que les principaux n'ont pas, on parle de *Selection Adverse*. Il peut alors être tenté de s'en servir pour passer des contrats qui lui sont favorables et pouvant léser les principaux. D'autre part, ces derniers ne sont jamais assurés que l'agent mette tout en œuvre pour exécuter le contrat et ne poursuivra pas ses propres intérêts. C'est le problème de l'*aléa moral*.

Cette situation induit un certain nombre d'antagonismes qui sont susceptibles d'apparaître entre différentes parties prenantes. Ces conflits engendrent des coûts qui affectent négativement la valeur de la firme. Le système de gouvernance d'entreprise propose des solutions pour réduire l'effet de ces coûts d'agence.

1.2.1 L'aléa moral comme source de conflits entre actionnaires et dirigeants

Au sein de l'entreprise, cinq catégories de « *Stakeholders* » peuvent être distingués, et dont les relations peuvent engendrer des rapports de force et par conséquent des conflits : les actionnaires, les dirigeants, les créanciers, les salariés et les autres « *Stakeholders* ». La théorie de l'agence s'est intéressée principalement, aux trois premières catégories. De notre côté, nous nous concentrerons sur la relation actionnaire – dirigeant pour mieux mettre en exergue l'impact de conflits engendrés par cette relation sur la structure financière et sur le style de management de l'entreprise.

L'une des sources de conflit d'intérêt dans l'entreprise est lié à l'aléa moral. Plus précisément, la présence d'une asymétrie d'information ex-post¹¹ entre l'actionnaire/mandant/principal et le dirigeant/mandataire/agent (celui qui exécute l'action pour le compte du principal).

Afin de formaliser ce conflit, considérons la fonction suivante:

¹⁰ - Ross S., « The determination of financial structure : incentive signalling approach », *The Bell Journal of Economics*, été 1977, pages 23 à 40

¹¹ - le modèle présentée est une synthèse de la thèse de Jensen et Meckling (thèse de la convergence des intérêts) complété par celle de Demsetz (thèse de la neutralité)

$$x = x(e, p)$$

Où :

- x : est une variable observable de performance de l'entreprise ;
- e : l'intensité de l'effort du dirigeant dédié au service de l'actionnaire (non observable par ce dernier) ;
- p : une variable aléatoire (qui empêche de déduire l'effort de la performance réalisée).

Plusieurs situations peuvent être alors analysées :

- i. Le principal est indifférent au risque. Ce qui est bien le cas de l'actionnaire dès lors que son portefeuille est diversifié.
- ii. L'agent est adverse au risque. Il est raisonnable de penser que le dirigeant soit prémuni de la variation aléatoire des résultats de l'entreprise qu'il dirige.
- iii. L'agent est adverse à l'effort. Bien entendu, il ne s'agit pas là de l'hypothèse classique de l'aversion au travail des employés. Les dirigeants semblent plutôt enclins à travailler sans compter leurs heures. L'hypothèse est de considérer que le dirigeant préfère consacrer son énergie à satisfaire son propre objectif plutôt que celui des actionnaires.
- iv. L'actionnaire ne peut observer ni directement ni indirectement l'effort du dirigeant pour satisfaire son intérêt. Les variables de performance à sa disposition (profit annuel des comptes, cotation boursière) reflètent l'action des dirigeants mais pas seulement. Elles sont inséparables de variables qui sont hors du contrôle des dirigeants (taux de change, cours du pétrole, etc.).
- v. En revanche, l'actionnaire peut bien concevoir des incitations amenant le dirigeant à mieux prendre en compte l'objectif de maximisation de la valeur.

Supposons par ailleurs que l'utilité de l'agent est exprimée par la fonction suivante :

- Utilité marginale du revenu $U'(w, e) = w^{1/2} - (e-1)$ ($w^{1/2}$) décroissante (i.e., l'agent est adverse au risque)

- $(e-1)$ est le coût de l'effort (l'effort est coûteux quand $e > 1$; on suppose deux efforts possibles :

$$e=1 \text{ ou } e=2$$

- L'agent a d'autres opportunités qui conduisent à lui payer un salaire minimum (i.e., contrainte de participation) $w > 1$

- L'effort contribue à augmenter le revenu de l'actionnaire mais le revenu dépend aussi de facteurs aléatoires qui ne peuvent ni être contrôlés ni être observés par l'agent et le principal.

Deux hypothèses seront observées :

- Si $e=1$, $R=10$ pour 2 chances sur 3 sinon $R=30$

- Si $e=2$, $R=10$ pour 1 chance sur 3 sinon $R=30$

Si e est observable : le contrat doit prescrire $e=2$ et $w > 4$

En effet si $e=1$, $R = R = \frac{50}{3}$ et le principal empêche $\frac{47}{3}$ (c'est-à-dire le revenu moins le salaire minimal $w=1$ qui respecte la contrainte de participation)

Si $e = 2$, $R = \frac{70}{3}$ et le principal peut empêcher $\frac{58}{3}$ (c'est-à-dire le revenu moins le salaire minimal $w = 4$ qui respecte la contrainte de participation)

Ce contrat est efficace et l'agent ne supporte aucun risque

Si e n'est pas observable : le contrat doit prévoir une rémunération plus élevée en cas de bon résultat qu'en cas de mauvais résultat.

Supposons que le principal souhaite $e = 2$, et soit y le salaire si $R = 10$ et z le salaire si $R = 30$ - il faut $U(w,2) \geq U(w,1)$, c.à.d. :

$$\frac{\frac{1}{y^2} - 1}{3} + \frac{2(\frac{1}{z^2} - 1)}{3} \geq \frac{2(\frac{1}{y^2} - 0)}{3} + \frac{(\frac{1}{z^2} - 0)}{3}$$

Soit $\frac{\frac{1}{z^2}}{3} - 1 \geq \frac{\frac{1}{y^2}}{3}$

Les valeurs de y et z qui respectent la première condition seront placées au dessus de la droite de pente négative et celles qui respectent la seconde seront au dessus de la droite de pente positive.

Le meilleur contrat pour le principal est obtenu pour $y=0$ et $z^{1/2}=3$. Il empêche :

$$\frac{1}{3} \times (10 - 0) + \frac{2}{3} \times (30 - 0) = \frac{52}{3}$$

L'agent n'est pas mieux favorisé que si «e» était

observable (car $U(9,2)=1$) en revanche l'espérance de gain du principal a diminué ($\frac{52}{3}$ au lieu de $\frac{58}{3}$) car l'espérance de salaire à verser est passée de 4 à 6.

L'inobservabilité de l'effort est donc source d'inefficacité.

Ce raisonnement rejoint les conclusions de la théorie managériale de la firme de Berles et Means (1932)¹² et celles de la théorie de Jensen et Meckling (1976)¹³ dont l'article constitue une référence essentielle de la théorie de l'agence.

Ainsi pour Berle et Means (1932), les dirigeants d'entreprises cherchent par tous les moyens à accroître les avantages qu'ils tirent de leurs postes, n'hésitant pas, par exemple, à procéder à des diversifications hasardeuses pour augmenter la taille de la firme (dont dépend leur prestige), ou encore à limiter l'initiative de leur subordonnés en centralisant toutes les décisions importantes.

Jensen (1986)¹⁴ confirme cette attitude des dirigeants dans sa théorie de «free cash-flow», dans le sens où les dirigeants sont souvent réticents à la distribution des dividendes et

¹² - Cité par J. ALLOUCH: « Le retour triomphant du capitalisme familiale » <http://asso.nordnet.fr/>

¹³ - Jensen M., Meckling W., « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, octobre 1976

¹⁴ - G. Charreaux : « Michael Jensen-la théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture et à la gouvernance des organisations » FARGO - Centre de recherche en Finance, Architecture et Gouvernance des Organisations. Cahier du FARGO Décembre 2004

préfèrent parfois réinvestir les bénéfices dans des projets peu rentables afin de conserver le contrôle de l'entreprise.

D'un autre côté, Jensen et Meckling (1976) démontrent que le comportement d'un dirigeant d'entreprise dépend de la part du capital qu'il détient. Plus cette part est importante plus ce dernier a intérêt à mieux gérer pour valoriser la firme, ce qui coïncide effectivement avec le cas des entreprises familiales.

1.2.2 La gestion de la relation actionnaires – dirigeants et les moyens de résolution des conflits

Le contrat qui lie l'actionnaire au dirigeant est l'exemple type de contrat incomplet. La résolution des conflits qui peuvent en découler nécessite souvent l'application des règles de bonne conduite et peut faire parfois référence aux textes de lois.

A. La notion de contrat incomplet

L'analyse économique¹⁵ propose deux façons de conceptualiser la relation entre actionnaire et dirigeant : à travers la notion de contrat incomplet, et celle d'aléa moral.

La première provient de la théorie des droits de propriété, la seconde de la théorie de l'agence. Toutes les deux ont pour point de départ la différence d'objectifs entre l'actionnaire et le dirigeant. Le contrat entre l'actionnaire et le dirigeant est l'exemple type de contrat incomplet. Celui-ci ne prévoit pas toutes les situations futures ainsi que le niveau de dividende correspondant à chacune de ces situations. En conséquence, l'actionnaire est très mal protégé à l'encontre d'un dirigeant qui préférerait d'autres allocations du profit que le versement de dividende ; comme son investissement dans des nouveaux équipements pour accroître la taille de l'entreprise, ou bien augmenter les salaires des employés pour atténuer les tensions sociales.

Le contrat ne prévoit même pas le versement obligatoire d'un dividende minimum. Cette solution de protection est exclue, puisque, par construction, l'actionnaire est celui qui assure le risque résiduel (*residual claimant*). Cela pousse d'autres parties à signer des contrats dont les termes, en particulier les rétributions, sont mieux définis. Il faut alors trouver d'autres solutions que le contrat afin de protéger l'intérêt de l'actionnaire.

Notons que l'idée de l'actionnaire « *residual claimant* » est celle qui lui attribue le titre de propriétaire. Selon la théorie des droits de propriété, le propriétaire d'un actif est le bénéficiaire des recettes résiduelles (*Residual Income Right*) générées par l'actif.

En fait, la nouvelle théorie des droits de propriété distingue la notion de droit à la recette résiduelle et celle de droit de contrôle résiduel (*Residual control Rights*). Oliver Hart¹⁶ utilise cette dernière notion pour définir le propriétaire de l'entreprise, : "For economic analysis, it is often useful to interpret "owning an asset" to mean having the residual rights of control to make any decisions concerning the asset's uses that are not explicitly controlled by law or assigned to other by contract" (*Milgrom et Roberts, 1992*).

Fréquemment, ces deux droits reviennent à la même personne puisque celui qui possède le droit de contrôle résiduel l'utilise pour agir dans son intérêt (i.e., maximiser le revenu

¹⁵ - M.C Jensen : « The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control system » In the journal of finance vol 48

- E.F Fama et M.C. Jensen: "Agency problem and residual claims". Journal of law and economics n°26 1983

- P. Firstenberg et B. Malkiel: "comment assurer un vrai pouvoir de contrôle » Sloan management review Automne 1994

¹⁶ - A. and Vishny, RW (1992), 'The structure and performance of the money management industry' JS Lakonishok - Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics

résiduel). Cependant, les droits peuvent être parfois dissociés. L'actionnaire délègue son droit de contrôle résiduel au conseil d'administration, conseil qui élit et révoque les dirigeants, accepte ou refuse les OPA, décide d'entrer dans de nouvelles activités, etc. En revanche, l'actionnaire conserve son droit à la recette résiduelle.

B. L'endettement : une solution pour résoudre les conflits d'agence

Pour résoudre le problème de la taille sous optimale de l'entreprise, Jensen et Meckling (1976) d'une part et Grossman et Hart (1980)¹⁷ d'autre part, suggèrent de recourir à l'endettement car cela permettrait à la firme de croître et d'augmenter sa valeur globale. Ces auteurs démontrent ensuite que ces effets deviennent, grâce à l'endettement, des objectifs communs pour les actionnaires et les dirigeants.

Pour les dirigeants, et surtout ceux qui ne sont ni actionnaires ni obligataires, l'endettement a un pouvoir d'incitation. En effet, un endettement de plus en plus élevé augmente les chances de faillite. Le dirigeant, soucieux de garder son emploi et les avantages qui en découlent sous forme de rémunérations et autres avantages en nature, sera incité à la performance en entreprenant une gestion de plus en plus efficace. Même en absence du risque de faillite, la non-option pour la performance, de la part des dirigeants, sera mal perçue par le marché, qui pénalisera l'entreprise par une diminution de la valeur de ses actions, surtout lorsque les dirigeants bénéficient d'un système d'intéressement. Au contraire, et indépendamment de tout intéressement, une implication de plus en plus accrue des dirigeants dans la gestion d'un volume important de fonds (capitaux propres et dettes) sera analysée comme un bon signal et la valeur de la firme sera bonifiée par le marché.

Les actionnaires, de leur côté, seront motivés par la croissance de leur entreprise. Ils auront le choix entre deux modalités pour la financer : soit procéder à une augmentation du capital, ce qui permet de répartir le risque mais accroît les coûts de mandat, soit recourir à l'endettement ce qui accroît le risque. Cette deuxième solution mettra les actionnaires « dans la peau » des dirigeants qui agiront pour une bonne performance de la firme.

Ainsi, il paraît d'un côté que l'endettement permet de rapprocher les objectifs des actionnaires et des dirigeants en convergeant leurs intérêts. Les conflits à ce stade sont résolus mais l'endettement en crée davantage entre les actionnaires et les créanciers.

D'un autre côté, l'endettement semble bénéficier à chacune des parties, et que contrairement à la position de Modigliani et Miller (1958), les décisions d'investissement ne sont pas tout à fait indépendantes des décisions de financement. Ce qui laisse croire qu'il y a une relation, au moins statistique, entre la valeur de la firme et sa structure du capital

C. La loi comme moyen de protection des droits des actionnaires

La protection de l'intérêt des actionnaires n'est pas uniquement assurée par des règles de bonne conduite adoptées et respectées par les entreprises à leur convenance. Elle est aussi assurée par la loi. Le droit des sociétés peut prévoir un certain nombre de mesures pour conserver les intérêts de l'actionnaire au détriment du dirigeant.

- Le principe «une action = une voix» évite que des dirigeants conservent le contrôle de l'entreprise en disposant d'une minorité de soutien. Dans un pays sur 4 seulement cette règle est respectée. En France, par exemple, le droit de vote double peut être accordé aux actionnaires qui conservent leurs actions plus de deux ans. Cette prime de fidélisation permet aux dirigeants de s'assurer plus facilement la stabilité. 2/3 des 200 plus grandes

¹⁷ - Grossman et. [Hart](#) « Offres publiques d'achat, la théorie gestionnaire du problème de passer ferme et clandestin » avec, 1980, en Currie et W. Peters, rédacteurs, *analyse économique contemporaine*

sociétés françaises font usage de cette règle. La proportion est de 40% pour les sociétés du CAC 40.

- Le vote par procuration évite aux actionnaires de devoir se rendre à l'assemblée générale pour s'exprimer. Au Japon, 80% des entreprises cotées tiennent leur assemblée générale au cours de la même semaine et le vote par voie postale n'est pas autorisé. Les actionnaires ne peuvent désigner un mandataire qui représentera leur pouvoir qu'au début de l'assemblée. En Belgique et en Espagne, ou encore en Allemagne, les actions de ceux qui participent à l'assemblée générale sont gelées pendant toute sa durée. Cette contrainte dissuade certains actionnaires de s'y rendre.
- La loi protège plus ou moins bien les actionnaires minoritaires. Elle peut leur accorder le droit de contester par voie judiciaire les décisions stratégiques des dirigeants. Elle peut également les obliger à racheter leurs actions en cas de fusion, changement des statuts, etc.
- Dernière mesure, celle qui fixe la barre pour autoriser la convocation d'une assemblée extraordinaire. Elle est de 1% aux Etats-Unis, 5% en France, 33% au Mexique, et de 10% au Maroc.

Au terme de ces développements théoriques, on peut se demander sur le degré de leur adaptabilité au contexte marocain. Un contexte caractérisé par une prédominance des PME/PMI où le caractère familial est omniprésent. Comment se présente les structures organisationnelles et financière de ces entreprises ? Sont-elles influencées par le style de management régnant ? Et comment ont évolué les pratiques de gouvernance ces dernières années suite aux réformes introduites au niveau des cadres réglementaires et institutionnels régissant la gouvernance des entreprises au Maroc ?

3. Les pratiques de gouvernance dans les entreprises marocaines

Le Maroc a été regagné par le débat sur les questions liées à la gouvernance des entreprises au début des années 1990, particulièrement, avec les réformes ayant touché les marchés financiers et le cadre réglementaire et institutionnel liés à la gestion des affaires. Ce débat a resurgi avec force suite aux scandales ayant secoué les milieux financiers de la place au début des années 2000. Il va sans dire que malgré la concordance de la réglementation en vigueur avec les règles de bonne gouvernance ; le problème est souvent posé avec acuité au niveau des pratiques des entreprises en la matière. Celles-ci doivent s'inscrire plus dans les démarches de bonnes conduites au-delà des contraintes légales et réglementaires.

3.1 L'évolution du débat sur la gouvernance d'entreprise dans le contexte marocain

De prime à bord, il est utile de rappeler que la notion de gouvernance d'entreprise souscrit un ensemble de mécanismes qui contraignent l'action des dirigeants et définissent leur latitude managériale. Parmi ses objectifs fondamentaux on retrouve :

- L'amélioration de la transparence des entreprises et de leur information financière ;
- une gestion des risques ;
- des règles strictes en matière d'éthique ;
- un système de contrôle interne fort ; des réviseurs d'entreprises indépendants ;
- une fonction d'audit interne indépendante et compétente.

La bonne gouvernance d'entreprise, suppose aussi :

- ***un conseil d'administration efficace et indépendant*** par rapport à la direction, prenant sous sa coupe l'analyse des résultats provenant de la structure de gestion des risques et assurant l'indépendance des fonctions de contrôle par rapport aux fonctions opérationnelles ;

- **un comité d'audit composé d'administrateurs indépendants**, et qui est proactif et responsabilisé face aux attentes qu'il doit satisfaire ;
- **la supervision de la rémunération des dirigeants** par le conseil d'administration ou par un de ses sous-comités composé principalement d'administrations indépendants

La plupart des pays se sont déclarés en faveur de la « Corporate Governance ». Le Maroc aussi a pris ce chemin en instaurant un ensemble de règles. Parmi celles-ci, les circulaires du CDVM et la loi sur la société anonyme (SA) 17/95 sont des exemples qui démontrent l'effort d'adaptabilité de la réglementation économique marocaine aux principes de bonne gouvernance. En effet, l'adoption immédiate de ces principes est incontournable pour le maintien de la confiance des épargnants et le développement durable des marchés financiers marocains.

Cependant suivre ces principes à la lettre n'est pas une garantie d'efficacité. Les cas du CIH et la BNDE en sont l'exemple pour le contexte marocain. Certes ces banques apparaissent appliquer et suivre les règles et lois instaurées par le législateur en matière financière, mais la réalité qui a été révélée ces derniers temps, a pu montrer les flagrantes malversations au niveau des publications des informations, des communiqués de presse et en matière respect des droits des actionnaires minoritaires.

L'affaire de la BNDE a éclaté suite au litige opposant la banque avec les actionnaires minoritaires de la BMAO. La BNDE a acheté la BMAO sans négocier avec les actionnaires minoritaires de cette dernière. La banque a proposé le cours de l'action sans prendre en considération les droits de cette catégorie d'actionnaires.

Un autre scandale de la BNDE est celui des publications d'informations avec certifications. Les commissaires aux comptes de la banque avaient certifié des comptes et des rapports qui ne reflétaient pas la réalité, on parle ici de la créativité comptable. Les écarts de gestion n'ont jamais été révélés par les rapports des commissaires aux comptes. Les responsables de la banque « menaient en bateau » toute la communauté d'investisseurs sans que personne ne s'en rende compte. La banque dégagait des résultats positifs, distribuait des dividendes, octroyait des crédits ... alors que sa situation financière réelle ne le permettait plus. Il y a eu tout simplement certification et publication d'informations fausses, ce qui est totalement interdit par la réglementation boursière. En plus, la note d'information publiée, agréementée par le CDVM, comportait une attestation du conseil d'administration et des commissaires aux comptes, pendant qu'elle comportait des informations mensongères.

Concernant le CIH, le cabinet d'expertise comptable qui exerçait pour le compte de la banque pendant plusieurs années, ne divulguait pas l'information exacte. Le PDG et les hauts responsables de la direction centrale octroyaient des crédits excessifs et non conformes aux dispositions prévues par la réglementation bancaire en vigueur.

Ces scandales financiers rappellent, en quelque sorte, d'autres défaillances en matière de gouvernance d'entreprise ayant touché de grandes firmes à l'échelle internationale (Enron, Worldcom, Parmalat...), pour dire que le phénomène est plutôt d'envergure internationale. Enron était considéré comme un modèle en matière de « Corporate Governance » affichant une majorité d'administrateurs indépendants. Le problème des liens douteux a été découvert entre ces administrateurs et les dirigeants de la firme.

Par ailleurs, ce qui importe le plus, ce n'est pas l'existence d'une réglementation financière conforme aux règles de bonne gouvernance, mais l'usage qu'on en est fait. Certes, les différents codes juridiques marocains liés à la gestion des affaires évoquent les principes de la gouvernance d'entreprise. Cependant, certaines limites managériales persistent à cause de la structure du capital et sa répartition, la centralisation du pouvoir entre les mains du PDG, l'accès à une information fiable et de qualité... Tout concorde donc pour affirmer qu'une

bonne gouvernance ne passe pas seulement par des règles et des principes juridiques adéquats mais aussi par des comportements managériaux compatibles.

Le débat qui doit être menée aujourd'hui sur la bonne gouvernance au Maroc ne concerne ni les lois ni les codes mais plutôt comment empêcher les dirigeants de poursuivre leurs propres buts ? Comment les contraindre et les inciter à épouser les intérêts des actionnaires ?

C'est dans cet objectif que la loi 17/95 sur les sociétés anonymes et les règles du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières ont été conçues. Elles visent l'adoption de nouvelles règles d'organisation et d'administration des sociétés, notamment celles cotées en bourse afin de donner plus de crédibilité la place financière de Casablanca et rassurer les investisseurs locaux et étrangers.

3.2 L'état managérial de l'entreprise marocaine

Les problèmes managériaux de l'entreprise marocaine ne cessent de s'amplifier. La prédominance de l'entreprise à caractère familiale conjuguée à la mauvaise gestion interne, sont autant d'handicaps nuisant à la mise en place d'un style de management performant.

Dresser une liste exhaustive de ces problèmes ne serait pas une tâche aisée. Nous nous contenterons d'explicitier deux facteurs majeurs liés, d'une part, à la fragilité de la structure financière et, d'autre part au style de management et à la structure organisationnelle.

3.2.1. Situation financière fragile

Les études dédiées au problème de financement de l'entreprise au Maroc mettent en relief son surendettement et la faiblesse structurelle des capitaux propres. Ce ci constitue un blocage à sa croissance. Parmi les raisons expliquant le recours massif à l'endettement, il est possible de citer :

- La faiblesse des résultats et en conséquence le manque d'autofinancement dû à des prélèvements importants des associés (salaires élevés ou fictifs, utilisation abusive des comptes courants ...).
- La volonté des dirigeants à garder l'autonomie et le contrôle de leurs affaires. De sorte que, la politique de financement suit un ordre hiérarchique des sources de financement. L'autofinancement est le plus privilégié, puisqu'il comporte moins de contraintes et n'oblige pas l'entreprise à communiquer des informations internes à ses partenaires. Le financement par la dette qui n'intervient qu'en seconde source de financement, prend très rapidement des grandeurs substantielles, surtout à court terme. En effet, les entreprises en croissance sont contraintes de combler leurs besoins de financements en s'adressant au secteur bancaire afin de repérer des financements adaptés à leur structure de capital. En effet, la faiblesse de la superficie financière des PME/PMI marocaines n'encourage pas les bailleurs de fond à s'engager à long et moyen terme avec ces entreprises. Les crédits à l'exploitation prolifèrent alors et sont utilisées souvent pour des fins d'investissements participant amplement à la dégradation de l'équilibre financier. L'ouverture du capital qui peut être envisagée en dernier lieu, pour faire face à des situations similaires (comme c'est d'ailleurs le cas pour PME/PMI françaises et belges) est exclue pour le cas marocain dont le premier souci est de sauvegarder l'autonomie de l'entreprise.
- La fiscalité joue un rôle incitatif dans l'établissement de cette hiérarchie. En effet, la préférence pour l'endettement se justifie par la déductibilité fiscale des charges financières, à la différence des dividendes qui supportent une double imposition, cette discrimination fiscale n'encourage pas les entreprises à procéder à des augmentations de capital. Par ailleurs, le mode de détermination du résultat imposable, en particulier l'imposition du bénéfice mis en réserve influence l'autofinancement. La sous-capitalisation des entreprises est imputée également à des contraintes juridiques entraînant

la lourdeur des procédures d'augmentation du capital, à cela s'ajoutent les coûts de l'opération d'émission (frais de publicité et les commissions des intermédiaires).

- Aussi, l'absence d'une culture financière chez l'entreprise contribue à la déconnexion de celle-ci du marché financier.

En guise de synthèse nous pouvons avancer que les principaux facteurs qui conditionnent les comportements de financement des petites et moyennes entreprises peuvent être scindés en deux grandes catégories¹⁸ :

- Les facteurs internes qui mettent en valeur certaines caractéristiques des entreprises. Il s'agit d'abord de l'état de performance financière de l'entreprise et sa capacité à générer des cash-flows en vue de renforcer les fonds propres et constituer une assise financière convaincante vis-à-vis des bailleurs de fonds lors de la négociation des possibilités de financement externes. Ensuite, le degré de concentration de la décision financière qui reflète la nature du contrôle financier au niveau de l'entreprise. Les expériences ont révélé, en effet, qu'une entreprise soumise à un contrôle managérial a plus d'audace vis-à-vis des fonds empruntés qu'une entreprise contrôlée par un capital familial¹⁹.
- Les facteurs externes liés à l'environnement économique et financier de l'entreprise qui influencent l'évolution de la structure du capital des entreprises. En effet, l'existence d'opportunités d'investissements incite l'entreprise à prospecter de nouvelles ressources de financement pour développer son potentiel productif et répondre aux exigences de marché. De même, une bonne gestion des conditions de financement nécessite de la part de l'entreprise une meilleure utilisation de la législation financière et fiscale en vigueur et une présentation adéquate de ses états de synthèse pour une meilleure communication financière à l'égard des partenaires financiers.

3.2.2. *Style de management*

Le style de management régnant au sein des entreprises marocaines, peut être apprécié à travers la structure de propriété et la nature du contrôle auquel elles sont soumises. L'étude de la structure de propriété dans les entreprises marocaines est liée aux travaux de recherche sur la nature du capitalisme marocain post-colonial. Toutes les études s'accordent pour qualifier le tissu productif national de familial pour des raisons historiques, sociales et même politiques²⁰. L'attachement de l'investisseur marocain à ce statut familial est renforcé par la taille modeste des entreprises au Maroc²¹. Ceci est particulièrement vrai surtout que dans le cas des petites entreprises où les opportunités d'investissement disponibles peuvent être facilement financées et gérées par les membres de la famille. Cela n'exclut, évidemment, pas l'existence de grandes structures familiales qui ont pu développer leurs surfaces financières tout en gardant le pouvoir de contrôle et de décision au sein de leurs entreprises.

Oukassi²² (1998) distingue entre trois catégories de dirigeants marocains :

- Une partie considérable de dirigeants sont hostiles à tout partage de pouvoir avec les subordonnés, ils assurent eux même la gestion de leurs affaires que ce soit sur le plan stratégique ou opérationnel.

¹⁸ - Rigar Sidi Mohamed « *Les pratiques de Financement des entreprises marocaines* » Collection de la FSJES, Marrakech, Série Thèses et mémoires n° 11, Marrakech, 2003

¹⁹ Voir à ce propos : M.S. Saadi « *Les groupes financiers au Maroc* ». Edition okad, Casablanca 1989, p : 50 et suivantes.

²⁰ Pour plus de détails, Cf : M. S. SAADI op cité.

²¹ M.GHALI. BERRADA « l'entrepreneur marocain, une élite de transmission » Bordeaux 1968.

²² - OUKASSI, M., *Étude sur le mode de direction des entreprises marocaine*", mémoire de DES, Université Mohammed V, FSJES Rabat-Agdal, 1998, p. 95.

- Une deuxième catégorie est relative aux dirigeants ayant procédé à une délégation limitée tout en conservant l'essentiel du pouvoir leur procurant le statut du dirigeant.
- Une faible part des dirigeants est favorable à la participation d'autres acteurs au processus de décision.

Ce style de management encore centralisé et paternaliste s'explique par de nombreux facteurs, en particulier : l'impact de la culture nationale ; la gestion archaïque ; le refus d'ingérence d'autrui dans la gestion; la non complémentarité des compétences des partenaires ou des conflits et désaccords entre eux.

On ne peut pas nier que la structure familiale de l'entreprise confère à cette dernière de nombreux avantages : le maintien du pouvoir, l'équilibre entre le pouvoir de prendre des décisions et du contrôle au sein de l'entreprise, la minimisation des dépenses rendue possibles grâce au travail assuré par la famille et non pas des experts ²³... Cependant, ces atouts sont souvent bloqués par un nombre important d'obstacles qui freinent le développement de l'entreprise surtout lorsque l'entreprise n'arrive pas à développer son potentiel financier par le recours aux capitaux externes.

Dans les entreprises où la délégation est pratiquée, le domaine d'intervention du délégataire est limité à des tâches fixées d'avance. La délégation est parachevée par des moyens de contrôle mis en place pour procéder régulièrement à des vérifications. En conséquence, on assiste à une rigidité aux changements de style de gestion personnel à un style plus professionnel²⁴, une non préparation de la relève, corollaire d'un manque de planification et parfois d'un népotisme fort prononcé et une inadaptation à l'environnement qu'il soit technologique, politique ou social.

3.2.3. La structure organisationnelle

L'organigramme permet de décrire l'entreprise au moyen d'un schéma global qui synthétise la division de travail entre les fonctions et les divisions, la répartition formelle de la responsabilité ainsi que la coordination nécessaire pour atteindre les objectifs tracés. Le choix d'une structure organisationnelle est dicté par plusieurs éléments : la taille de l'entreprise, l'évolution de son environnement, la technologie adoptée, la culture dominante et la stratégie poursuivie.

Au Maroc, on est encore loin d'avoir des structures bien organisées. Parmi, les arguments évoqués, il y a le niveau limité de l'encadrement (particulièrement dans les PME/PMI), la centralisation du pouvoir, la rétention de l'information, l'absence de formalisation, la volonté du dirigeant et sa veiller à la réalisation de tout, le faible intérêt accordé à la qualité, au marketing, au contrôle de gestion, à l'information, etc. On peut imaginer l'absence de structures organisationnelles plus élaborées dans une grande majorité d'entreprises et en cas d'existence, le choix se fait sur des formes simples (fonctionnelle et hiérarchique). La structure organisationnelle la plus répandue dans les entreprises marocaines est fortement centralisée et personnalisée. Pour celles-ci, en général les services les plus répandus sont : finance, administration et production, par contre, les grandes structures disposent d'une structure étoffée.

Laval et al²⁵. (2000) ont dévoilé l'existence d'une relation inverse entre le degré de structuration des entreprises sous-traitantes marocaines et leur perception des menaces de

²³ O. GELINIER et A. GOULTIER « l'avenir des entreprises personnelles et familiales » 1979.

²⁴ - BENALI, D., *La petite et moyenne entreprise au Maroc*, Fédérico caffè centre research, rapport n° 6, 2001.

²⁵ - LAVAL. F., GUILLOUX. V., KALIKA. M., « *La GRH de l'entreprise marocaine sous-traitante : mise en perspective des résultats d'une étude empirique* », Centre de recherche pure et appliquée, Université PARIS IX Dauphine et 2 Université de Printemps de l'IAS, Marrakech, mai 2000

l'environnement. En effet, plus les entreprises sont fortement structurées en terme de standardisation, de formalisation, de planification, moins elles se considèrent menacées par l'environnement. Inversement, les entreprises qui se sentent vulnérables possèdent des structures internes moins développées. La présence de structures développées résulte d'une volonté managériale des entreprises de se pourvoir des capacités afin d'affronter les défis de l'environnement. Se dotant d'une organisation, elles réduisent ainsi les craintes quant aux menaces d'une concurrence plus vive. Elles se sentent plus armées pour affronter un environnement instable et complexe. La présence de structuration forte peut s'expliquer par le fait que l'entreprise sous-traitante est dans une relation forte de partenariat avec son donneur d'ordres.

La mise en œuvre opérationnelle des principes d'une bonne gouvernance ne peut qu'aider les entreprises marocaines de sortir de leur coquille familiale et adopter un mode managérial plus performant répondant à un enjeu de pouvoir et à un enjeu économique. Une gouvernance défectueuse a une incidence directe sur les performances financières de l'entreprise. Une étude réalisée par « *Wilshire Associates* » a démontré l'utilité économique de la participation active des actionnaires. Celle-ci se définit simplement par la mise en œuvre d'une politique de vigilance de la part de quelques fonds de pensions qui entraînent une appréciation de la valeur en bourse des sociétés cotées. On peut constater donc qu'il y a un lien entre gouvernance et performance financière.

4. La « Corporate Governance » et l'évolution du cadre réglementaire et institutionnel au Maroc

Le mode de gouvernance d'entreprises est intimement lié au cadre réglementaire et juridique de chaque pays. Dans certains pays, l'intervention des actionnaires est omniprésente comme c'est le cas aux Etats-Unis. L'Allemagne et le Japon sont connus par la présence des banques dans leurs conseils d'administration et aussi par l'existence des participations croisées. Le cas français et marocain est tout à fait différent : une présence importante de l'Etat et une structure familiale régnante dans le capital des grandes sociétés cotées. Ceci donne la « Corporate Governance » un caractère strictement national. Ces caractéristiques sont communes à la majorité des pays du pourtour méditerranéen.

Aujourd'hui, avec la mondialisation des économies et l'internationalisation des marchés des capitaux, l'harmonisation des règles de gouvernance au niveau mondial tend à s'imposer de plus.

Dans ce sillage, et à titre d'illustration, la nouvelle législation marocaine sur la S.A insiste sur la distinction entre les administrateurs dirigeants ou directoire (*executive directors*) et les administrateurs non dirigeants ou conseils de surveillance (*non-executive directors*), et sur la protection des actions minoritaires. Cette loi a rendu obligatoire aussi l'intervention des commissaires aux comptes dans toute opération impactant les intérêts des actionnaires. De plus le législateur a imposé et obligé, à travers les circulaires du CDVM, la diffusion de toute information nécessaire pertinente et fiable pour la participation des actionnaires à la vie de la société et le choix des investissements, la transparence des résultats financiers et comptables, et la déclaration de chaque franchissement de seuil.

4.1. La société anonyme (SA) et la « Corporate Governance »

La loi qui régissait le fonctionnement de la S.A classique avec PDG et conseil d'administration datait de 1922 où les fonctions de direction et de représentation étaient confondues sur une même personne. Cette concentration des pouvoirs entre les mains du PDG est bien loin des principes de la « Corporate Governance ». Avec la loi 17/95, on assista à un démantèlement de ce pouvoir absolu et l'instauration d'une structure organisant à la fois

la dualité²⁶ (distinction entre le conseil de surveillance et l'administrateur délégué) et la collégialité²⁷ du pouvoir (responsabilité collective). Par conséquent, seront édifiées les normes d'une bonne gouvernance fondée essentiellement sur la transparence et la fiabilité entre toutes les parties prenantes de la société. D'ailleurs, le législateur a exigé que la dénomination de SA soit précédée ou suivie des expressions « société anonyme à directoire et à conseil de surveillance »²⁸

Avec cette loi, le président occupe automatiquement un poste et engage en conséquence sa pleine responsabilité. Cette situation entraîne une meilleure protection du capital et des actionnaires :

- **Droits des actionnaires** : à travers cette loi, le législateur marocain a instauré de nouvelles règles visant à protéger les droits et pouvoirs des actionnaires minoritaires. Dorénavant, les droits de ces derniers sont acquis à partir de 2% du capital social (particulièrement dans les entreprises où le capital social excède 5 000 000 DH).
- **Publication des informations** : La loi 17/95 a prévu en faveur de l'actionnaire, quelque soit le nombre d'actions qu'il détient, un droit de l'information et de vote. Le conseil de surveillance ou d'administration doit donc veiller à l'élaboration, par la direction de l'entreprise, d'une politique de communication²⁹ qui devra être approuvée le plus rapidement possible par le conseil en vue de lui attribuer sa crédibilité.
- **Obligation d'intervention des commissaires aux comptes** : toute opération impactant directement ou indirectement les intérêts des actionnaires (majoritaires ou minoritaires) donnent lieu à une attestation d'équité émise par les commissaires aux comptes. La société anonyme à directoire et à conseil de surveillance a rendu l'intervention des commissaires aux comptes obligatoires dans l'entreprise en lui attribuant le droit de communication et le pouvoir d'investigation et de contrôle assez large³⁰.

4.2. La réglementation boursière et bonne gouvernance

La transparence et la diffusion de l'information, la protection des droits des actionnaires minoritaires et leur traitement équitable, la responsabilité du conseil de surveillance ou d'administration ; constituent, non seulement, une base solide et indispensable à l'instauration des techniques d'une bonne gouvernance, mais essentiellement, l'un des principaux facteurs d'amélioration de l'efficacité économique.

Cependant, la mise en application des normes d'une bonne gouvernance de l'entreprise interpelle aussi les gouvernements à améliorer leur cadre juridique, institutionnel et réglementaire. En effet, lorsque les principes de la gouvernance d'entreprise sont respectés, ils peuvent contribuer utilement à améliorer les relations existantes entre dirigeants, actionnaires, propriétaires, clients, fournisseurs...

Sur le plan national, l'Etat, a instauré un cadre réglementaire souple afin de permettre au marché boursier de fonctionner efficacement et de répondre aux attentes des actionnaires, et ce au travers la création d'un Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM). Ce dernier a pour mission de veiller au bon fonctionnement, à la transparence, à l'intégrité et à la

²⁶ - Il s'agit de la dualité du pouvoir entre pouvoir de contrôle de l'actionnaire confié au conseil de surveillance et pouvoir de gestion des dirigeants assuré par le directoire afin que chacun assume sa responsabilité.

²⁷ - Cette gestion collégiale au niveau du directoire vise à atténuer les risques de dérapages du directoire.

²⁸ - Article 77 de la loi 17/95 relative à la société anonyme

²⁹ - Deux types d'informations sont requises : *l'information des actionnaires* (ordre du jour, texte de projet de résolution, les états de synthèse, le rapport des commissaires aux comptes...), *l'information générale* (à publier dans les journaux spécialisés ou d'annonces légales contenant les informations annuelle des comptes, le chiffre d'affaire trimestriel et la situation financière ...)

³⁰ - Article 166 et 167 de la loi 17/95.

pérennité du marché boursier. La totalité des informations et documents destinée aux actionnaires et au public doivent être communiqués au CDVM et visés par ce dernier avant toute diffusion.

Les principales règles édictées par les circulaires du CDVM se conjuguent avec les normes d'une bonne gouvernance de l'entreprise notamment au travers :

- Le traitement équitable des actionnaires tant majoritaires que minoritaires, et déclaration de franchissement de seuil de participation ;
- La transparence en matière de distribution des dividendes, et la publication collective des rémunérations des dirigeants (et non individuelle comme l'édicte la loi de la SA 17/95) ;
- La transparence et la publication d'information avant et après cotation boursière afin que les actionnaires puissent évaluer leur patrimoine exact à travers la situation financière nette.
- Le contrôle et la surveillance de la gestion par le conseil d'administration ou de surveillance si l'entreprise n'opte pas pour une structure duale du pouvoir. En effet, les circulaires du CDVM n'imposent pas, pour les sociétés cotées, la répartition des fonctions au sein du conseil d'administration.

Cet ensemble de réglementations aide les actionnaires des sociétés à être traité de manière égale et légale devant les autres. Les actionnaires minoritaires reçoivent toutes les informations nécessaires et exactes dans le temps opportun pour mieux apprécier leur portefeuille. De plus, il instaure la confiance au sein des investisseurs nationaux et attire les investisseurs internationaux pour s'intégrer de plus en plus dans la capitalisation boursière en toute sûreté.

4.3. Les caractéristiques réelles des sociétés cotées et les principes de gouvernance d'entreprise.

À première vue, on peut constater que la société marocaine est peu concerné par le débat sur la « Corporate Governance ». C'est un pays à économie de banque, non orientée vers le marché boursier et où les entreprises sont dans leur majorité de petite taille et à prédominance familiale. Il suffit de voir le nombre réduit de sociétés cotées et la capitalisation boursière pour s'en convaincre³¹.

Les entreprises qui ont pris l'initiative de s'introduire en bourse sont aussi pour la plupart des sociétés familiales ou des sociétés à participation croisée. De ce fait, elles sont peu concernées par un conflit d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. En plus, la bourse de Casablanca est envahie par les investisseurs étrangers et méconnues par les fonds de pensions américains, principaux initiateurs de la « Corporate governance ».

Selon l'enquête du ministère de l'industrie, du commerce et de l'artisanat du juin 1998, les entreprises marocaines choisissent rarement le marché financier, la crainte de la transparence et le risque de perte du contrôle justifient fréquemment cette attitude. Celles qui ont choisi la désintermédiation ne dépassent même pas les soixantaines. La majeure partie de ces sociétés est contrôlée à plus de 50% par d'autres sociétés, par exemple :

- - Lesieur et Cosumar par ONA
- - Crédit du Maroc par Groupe Crédit lyonnais
- - Fertima par l'OCP ;
- - Maroc Leasing par ex-BNDE (absorbé dernièrement par le crédit agricole) ;
- - Brasserie du Maroc par SNI.

³¹ - le nombre des sociétés inscrites à la cote a atteint 54, deux sociétés ayant été radiées en 2005.

D'autres sociétés sont contrôlées par des familles, telles que Balima, la Marocaine Vie. En plus de cette concentration, la place boursière se caractérise aussi par des participations croisées et surtout par l'importance des Holdings.

Ces caractéristiques influenceront négativement sur le mode de gouvernance des entreprises cotées. En effet, le fonctionnement du conseil d'administration, l'efficacité de la communication et le droit des actionnaires minoritaires seront touchés par la concentration du capital et l'étroitesse du marché, et ce malgré l'existence d'un cadre juridique (la loi sur la société anonyme 17/95 et les circulaires du CDVM) considéré comme adéquat avec les principes de base de la « Corporate Governance ».

Par ailleurs, la société anonyme à directoire et à conseil de surveillance connaît peu de succès dans la pratique. En effet, celle-ci exige transparence et dualité du pouvoir. Par définition, cette formule respecte les principes de bonne gouvernance, les membres du conseil de surveillance sont plus neutres (administrateurs indépendants), détachés de la technostructure, disponibles et disposent de moyens pour contrôler effectivement le directoire. Par ailleurs, l'existence des participations croisées implique souvent la détention réciproque de mandats d'administrateurs. Cette situation de cumul des fonctions provoque une neutralisation du rôle des administrateurs. Ajouter à cela que la plupart des sociétés sont contrôlées par les mêmes actionnaires.

On enregistre aussi l'absence d'administrateurs indépendants qui jouent un rôle important et actif dans la composition du conseil. La présence de ces derniers constitue une garantie de l'efficacité et du contrôle. Pour les comités et selon les rapports annuels, ni le comité d'audit ni celui des rémunérations, ni celui de nomination ne font partie des conseils des sociétés cotées.

Le cumul des fonctions, l'absence d'administrateurs indépendants et l'absence des comités nous permettent de conclure que les conseils d'administration ne jouent pas le rôle qui leur est assigné.

Une autre constatation concerne le fait que la majorité des conseils approuvent à l'unanimité et sans exceptions et toujours l'ensemble des décisions prises par la direction générale à cause de la concentration du capital et la nature des actionnaires (participations croisées.). Les administrateurs responsables dans les conseils, leur nomination par les actionnaires est jugée fiable, puisque lors des assemblées générales, les actionnaires ne disposent pas d'informations utiles pour choisir le meilleur.

Le développement de la « Corporate Governance » a modifié la donne de la communication financière en la plaçant dans le cadre essentiel de la relation entre dirigeants et actionnaires. Dans le contexte marocain, la communication financière est souvent réduite à l'obligation de publier des informations comptables, souvent dépassées. Les informations nécessaires telles que les stratégies de l'entreprise, les évolutions et prévisions des cours, les rémunérations individuelles des dirigeants et la répartition du capital apparaissent que rarement

Le seul rapport annuel à la disposition des actionnaires se transforme dans la plupart des cas en un support publicitaire de la société. L'actionnaire et l'analyste financier attendent une information saine, précise exacte et rapide pour ne pas rester à la merci des rumeurs et des informations officieuses qui ne font qu'aggraver la réticence envers le placement boursier.

La dernière remarque à soulever, est relative à la déclaration des rémunérations des dirigeants. Généralement, peu d'informations filtrent lorsque les performances de l'entreprise sont de moins en moins bonnes alors que les salaires du Président et/ou des dirigeants sont de plus en plus élevés. Les règles de bonne gouvernance soulignent, entre autres, que les actionnaires doivent connaître combien coûtent réellement leurs dirigeants. Cette information, et en absence d'obligation légale, n'est pas délivrée aux actionnaires.

Certes, on mentionne le montant des jetons de présence comme rémunération du conseil, mais rien sur les rémunérations personnelles des dirigeants.

Conclusion.

De prime à bord, le code juridique marocain des sociétés cotées s'avère adéquat avec les principes de la bonne gouvernance. Néanmoins, des limites persistent au niveau de leur adoption par les sociétés. Les causes ne manquent pas ; elles sont soit liées à la structure du capital ou à sa répartition, mais aussi à d'autres facteurs socioculturels comme le pouvoir excessif des PDG, le manque d'informations fiables et difficilement accessibles. Il règne souvent une certaine culture de fraude encouragée par une créativité comptable rendant la lecture des comptes difficile. La complexité de certains commissaires aux comptes et le non respect des règles déontologiques par certains experts comptables qui manquent à leur devoir relative à l'indépendance, à la certification sincère des comptes dans l'objectif de livrer la vraie image financière et comptable de la société, sont autant d'handicaps dont souffre encore l'application des règles de bonne conduite en matière de gouvernance d'entreprise.

L'exploration de certaines réalités de non respect des codes de conduite de la gouvernance d'entreprise suscitera sûrement des axes de recherche susceptibles d'élargir le débat sur un éventuel rééquilibrage de la « Corporate Governance » dans l'entreprise marocaine. Celles-ci peuvent concerner entre autres :

- La Publication de l'information : trucage ou transparence : Parmi les éléments fondamentaux sur lesquels s'adosse le rééquilibrage est l'information fournie tant aux actionnaires qu'aux autres parties prenantes et sa correspondance avec la réalité financière de l'entreprise. Ceci est d'autant vrai que ce soit aussi bien pour les partenaires de la firme que pour ses besoins internes en vue de la conduite de sa stratégie à court, moyen et long terme. La créativité comptable, « *creative accounting* », en vigueur actuellement au sein de la majorité d'entreprises marocaines rend la lecture des comptes extrêmement difficile. Comment naviguer, piloter, quand les instruments de bord sont trafiqués.
- Le Rôle du conseil d'administration. Au Maroc, le conseil d'administration est habituellement dominé par l'oligarchie. Il ne joue pas son rôle actif demandé. La cause principale est l'existence d'un nombre élevé d'entreprises familiales et des participations croisées rendant, par conséquent ce conseil inactif et improductif.
- Droits et pouvoirs des actionnaires minoritaires. Certes la loi 17/95 et le CDVM ont instauré un ensemble de règles et lois visant la protection des actionnaires minoritaires comme celles décrétant les seuils de participations. Quoique, il reste encore des terrains à défricher comme les codes des OPA et des OPV.
- La nature du contrôle et des alliances au sein du capitalisme marocain : Les transferts de certaines sociétés déjà privatisables privilégient, apparemment, la formation de noyaux durs, composés soit de groupes d'actionnaires stables (SNI, CTM-LN), soit d'un opérateur industriel unique (cas de la CIOR). Cette situation de contrôle absolu ou effectif des noyaux durs n'est pas de nature à favoriser la défense des intérêts des actionnaires minoritaires. Au contraire, elle encourage plutôt des abus de majorité.

Signalons enfin, que notre travail s'est limité à répertorier quelques lacunes de ces droits sans trop intégrer le problème de la présence d'actionnaires minoritaires sur la place de Casablanca avec des cas précis. Une recherche approfondie sur ce thème ne peut qu'élargir le champ d'analyse de la gouvernance d'entreprise au Maroc et permettre une meilleure compréhension des handicaps qui limitent une mise en œuvre des règles de bonne conduite au sein de ces entreprises.

Bibliographie.

- Alchian et Demsetz : « Production, information costs and economic organisation ». In American Economic Review vol.62 1987
- Allouch J.: « Le retour triomphant du capitalisme familial » <http://asso.nordnet.fr/>
- Barmaki, L. : « Analyse théorique et application pratique de la défaillance des entreprises : diagnostic, prédiction et prévention », thèse de Doctorat au sein de l'UFR «Ecole Doctorale de gestion», Université Mohammed V des Sciences Juridiques, Economiques et Sociale de Rabat- Agdal, juillet 2005.
- Baryala, B. « L'entreprise marocaine : les exigences de l'ouverture économique et l'impératif de la mise à niveau », Thèse de Doctorat National, UFR «Stratégie économique et économie de l'entreprise», Université Mohammed V des Sciences Juridiques, Économiques et Sociale de Rabat - Agdal, 2003.
- Benali, D. : « *La petite et moyenne entreprise au Maroc* », Fédérico caffè centre research, rapport n° 6, 2001.
- Berle a et Means G.: “the modern corporation and private property”, Harvest Book. 4^{ème} Edition. 1967.
- Charreaux G. : « Les théories de la gouvernance: de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux » Université de Bourgogne FARGO - Centre de recherche en Finance, Architecture et Gouvernance des Organisations Cahier du FARGO Janvier 2004
- Charreaux G.: « Michael Jensen-la théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture et à la gouvernance des organisations » FARGO - Centre de recherche en Finance, Architecture et Gouvernance des Organisations. Cahier du FARGO Décembre 2004
- Coase R.: « *The nature of the firm* » *Economica* Vol 4 1937
- Dizel, M. : « La prévention de la défaillance des entreprises : conciliation ou divorce entre droit et gestion ? » Edition Vuibert gestion, 1993.
- Fama E.F et M.C. Jensen: “Agency problem and residual claims”. *Journal of law and economics* n°26 1983
- Firstenberg P. et B. Malkiel: «comment assurer un vrai pouvoir de contrôle» *Sloan management review* Automne 1994
- Gelinier. O et A. Goultier « l'avenir des entreprises personnelles et familiales » 1979.
- Ghali Berrada M « l'entrepreneur marocain, une élite de transmission » Bordeaux 1968.
- Godino R. :« La participation des salariés à la gouvernance d'entreprise ou la nouvelle forme du compris social » Janvier 2002 www.convictions.org

- Grossman et [HART](#) « Offres publiques d'achat, la théorie gestionnaire du problème de passager ferme et clandestin » avec, 1980, en Currie et W. Peters, rédacteurs, *analyse économique contemporaine*
- Grossman et. [HART](#) « Offres publiques d'achat, la théorie gestionnaire du problème de passager ferme et clandestin » avec, 1980, en Currie et W. Peters, rédacteurs, *analyse économique contemporaine*
- Jensen M., Meckling W., « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, octobre 1976,
- Jensen M.C: « The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control system » In the journal of finance vol 48
- L'Hellias S. : « Le retour de l'actionnaire : pratique du corporate governance en France, Grande Bretagne » Edition Economica 1997
- Laval. F., guilloux. V., kalika. M., *La GRH de l'entreprise marocaine sous-traitante : mise en perspective des résultats d'une étude empirique*, Centre de recherche pure et appliquée, Université Paris IX Dauphine et 2 Université de Printemps de l'IAS, Marrakech, mai 2000
- Leveque F. et G. Le Blanc : « Le gouvernement d'entreprise » CERNA, Centre d'économie industrielle. Cours d'Economie Industrielle 2003-2004
- Lobez F.: «Banques et marchés du crédit» ed. PUF 1997 Ross S., « The determination of financial structure : incentive signalling approach », *The Bell Journal of Economics*, été 1977, pages 23 à 40
- Loiselet E. : « Gouvernement d'entreprise » Banque stratégique n°171 mai 2002
- Ludovic Frobert : « la maîtrise sociale de l'économie » Paris. Michalon 2003
- Modigliani. F et M. Miller.: « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment » *American economic review*, vol 48, n°3 1958
- Oukassi, M., *Étude sur le mode de direction des entreprises marocaine*", mémoire de DES, Université Mohammed V, FSJES Rabat-Agdal, 1998, p. 95.
- Reberieux A.: « évolution de la gouvernance d'entreprise et financiarisation du rapport salarial : étude sur données françaises et interprétation conventionnaliste » ATER, Université Paris X – Nanterre, FORUM
- Rigar M. : «Les pratiques de Financement des entreprises marocaines » Collection de la FSJES, Marrakech, Série Thèses et mémoires n° 11, Marrakech, 2003
- Saadi M. Said « Les groupes financiers au Maroc. Edition okad, Casablanca 1989
- Vishny, RW (1992): 'The structure and performance of the money management industry' JS Lakonishok - Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics

Weynand W. & O. LEMAIRE : « Gouvernance d'entreprise : l'importance des administrateurs indépendants au sein du conseil et de ses sous-comités » Ernst & Young Luxembourg. May 2004

Wirtz p. : « Meilleures pratiques » de gouvernance, théorie de la firme et modèles de création de valeur : Une appréciation critique des codes de bonne conduite » Université Lumière (Lyon 2) FARGO - Centre de recherche en Finance, Architecture et Gouvernance des Organisations Cahier du FARGO n° 1040401 Avril 2004

Enquête du ministère de l'industrie, du commerce et de l'artisanat du juin 1998

La loi 17/95 sur la société anonyme au Maroc

Les circulaires du CDVM : 1/95, 5/96, 5/97, 6/97, 7/97, 1/98,2/00, 5/00, 25/00, 8/01, 11/01