

Covid-19 et structure de propriété : quelle capacité de résilience

Fouad DAIDAI (Doctorant)

Université Sidi Mohamed Ben Abdellah, Ecole Nationale de Commerce et de Gestion de Fès
Laboratoire de Recherche et d'Etudes en Management, Entrepreneuriat et Finance
(LAREMEF)

fouad.daidai@usmba.ac.ma

--

Larbi TAMNINE (Professeur habilité)

Université Sidi Mohamed Ben Abdellah, Ecole Nationale de Commerce et de Gestion de Fès
Laboratoire de Recherche et d'Etudes en Management, Entrepreneuriat et Finance
(LAREMEF)

larbi.tamnine@usmba.ac.ma

Résumé :

Dans cette étude nous analysons l'impact de la structure de propriété sur la valeur de l'entreprise. Les recherches sur la structure de propriété aboutissent à des conclusions mitigées et parfois contradictoires. Cet article soutient que les effets de la présence des salariés actionnaires sur la valeur de l'entreprise dépendent du cycle économique. Plus précisément, l'impact conservateur de l'actionnariat salarié sur la stratégie peut être associé à une baisse de la valeur de l'entreprise en période de conjoncture favorable, mais peut également constituer un tampon contre une perte de valeur en période de conjoncture défavorable (pandémie). Cet argument est soutenu par des données provenant de 53 entreprises cotées en bourse des valeurs de Casablanca dans la période entourant la crise sanitaire de 2020.

Mot clés : Covid-19, structure de propriété, résilience, valeur de la firme, actionnariat.

Abstract :

In this study we analyse the effect of ownership structure on firm value. Research on ownership structures has led to mixed and sometimes contradictory conclusions. This paper argues that the impact of employee ownership on firm value depends on the business cycle. Specifically, the conservative impact of the ESOP on strategy may be related to the decline in value of a firm during good times, but may also act as a buffer against value loss during bad times. (Pandemic). This argument is supported by data from 53 companies listed on the Casablanca Stock Exchange during the 2020 health crisis.

Key words: Covid-19, ownership structure, resilience, firm value, shareholder.

1. INTRODUCTION

La participation des salariés par le biais de l'actionnariat salarié (AS) joue un rôle important dans le processus décisionnel des entreprises. Les évaluations de cette participation ont tendance à refléter les présupposés des auteurs et leur approche disciplinaire. Une abondante littérature sur les effets économiques de la AS au sein du conseil d'administration fait état de prédictions contrastées et parfois contradictoires (Freeman et Lazear, 1995 ; Pennetier, 2009). Ces évaluations contradictoires peuvent s'expliquer, en partie, par le fait que la participation des salariés au processus décisionnel de l'entreprise est généralement en contradiction avec le principe de maximisation de la valeur actionnariale, qui s'est imposé comme l'idéologie dominante de la gouvernance d'entreprise (Charreaux, 2000). Ce principe, qui met l'accent sur la valeur actionnariale comme objectif ultime de l'entreprise, contraste avec la perspective des parties prenantes, dans laquelle un objectif tout aussi légitime est de servir les intérêts des salariés actionnaires, qui cherche à maintenir la continuité de leur emploi, et des autres parties prenantes. La législation marocaine a prévu des dispositions visant à favoriser l'actionnariat salarié avec le Plan d'épargne entreprise (PEE), introduit par la Loi de Finances 2013. A titre d'exemple, l'abondement versé par l'entreprise au salarié en vue de l'aider à constituer son épargne ne se substitue pas à un élément de salaire. L'abondement n'est ni considéré complément de salaire, ni imposable sur le revenu sauf lorsqu'il dépasse 10% du montant annuel du salaire imposable.

Alors que la AS est donc un phénomène logique du point de vue des parties prenantes, elle n'est considérée comme souhaitable que lorsqu'elle sert les intérêts des autres actionnaires. Bien que les intérêts des actionnaires et des salariés n'entrent pas nécessairement en conflit, la théorie de l'agence - pierre angulaire intellectuelle de la perspective de la valeur actionnariale - se concentre sur les conflits d'intérêts, en partant du principe que les dirigeants et les salariés sont plus réticents à prendre des risques que les actionnaires ne le souhaitent (Jensen et Meckling, 1976 ; Odard et Schatt, 2000).

Les salariés disposent de plus d'information, d'une plus grande influence sur la prise de décision, voient leur rémunération numéraire augmenter et tirent profit de la performance supplémentaire ainsi générée via une redistribution tournant à leur avantage (Sahut et al., 2018). Contrairement aux actionnaires, les salariés ne peuvent pas diversifier les risques en répartissant leurs emplois entre plusieurs entreprises, ils sont donc principalement intéressés par la continuité de leur entreprise et par la sécurité de leur emploi.

La présence des salariés actionnaires dans l'organe décisionnel (Conseil d'administration) pourrait donc pousser les entreprises à adopter une stratégie conservatrice et peu encline à prendre des risques. Comme les risques et les rendements sont censés être positivement corrélés, cela aurait un effet négatif sur la rentabilité. Dans cet article, nous adoptons une perspective de contingence, en soutenant que les effets économiques de l'AS dépendent du contexte externe. Plus précisément, bien que le risque et la rentabilité soient positivement corrélés dans des circonstances normales, les entreprises qui prennent moins de risques peuvent être plus résistantes lorsqu'un choc exogène se produit. Ainsi, les entreprises dotées d'une représentation des AS au sein du conseil d'administration peuvent être moins affectées lors d'un ralentissement économique. La pandémie de la Covid-19 a plongé l'économie internationale dans une crise financière sans précédent. Sur cette ligne, et afin d'évaluer les effets avant et après le tournant d'un cycle économique, nous utilisons les données entourant la crise sanitaire COVID-19. Dans cet article nous nous focalisons sur l'analyse des effets de l'AS et la représentation des salariés actionnaires au sein du conseil d'administration sur les niveaux et la croissance de la valeur de l'entreprise. Notre article sera structuré sur quatre sections. Une première section dans laquelle nous présentons le cadre théorique et les effets du cycle économique. Dans la deuxième section, nous analysons la revue de littérature, puis dans la troisième section nous exposons la méthodologie de la recherche adoptée. Enfin, nous réservons la dernière section pour la présentation et la discussion des résultats. Nous effectuons des régressions en utilisant une base de données de 53 entreprises cotées en bourse des valeurs de Casablanca entre 2019 et 2020.

2. L'ACTIONNARIAT SALARIE ET PERFORMANCE : CADRE THEORIQUE

L'actionnariat salarié (AS) est de plus en plus répandu dans les pays industrialisés. Les plans d'AS ont connu une croissance significative en Amérique du Nord, au Royaume-Uni, au Japon et dans l'Union européenne (Rousseau et Shperling, 2003 ; Kruse et al., 2012). Au Maroc, cette pratique reste très peu développée. Elle se limite aux grands groupes financiers qui proposent ce mode d'épargne à leurs salariés. Ceci en leur réservant le plus souvent des augmentations de capital. La popularité croissante de l'AS repose sur l'idée qu'elle améliore les performances de l'entreprise. L'AS est important pour le capital humain stratégique dans l'optique de la théorie de l'agence, des droits de propriété et de la théorie du management par les ressources. Nous abordons brièvement chacun de ces domaines théoriques ci-dessous.

La théorie de l'agence met en évidence les coûts d'incitation et de contrôle résultant d'un mauvais alignement des objectifs entre le principal et l'agent (Eisenhardt, 1989). Dans le contexte de l'AS, les salariés ont souvent des objectifs qui ne sont pas alignés sur ceux du principal. En raison du pouvoir discrétionnaire dont disposent les salariés, les comportements des salariés (agents) sont parfois égocentriques et ne sont pas nécessairement en accord avec les objectifs des propriétaires de l'entreprise (principal) tels qu'ils ont été convenus dans leurs contrats. L'AS, en augmentant la motivation et les incitations, aligne de plus en plus les intérêts des salariés sur ceux du ou des mandants (Wagner et al., 2003). Comme les salariés partagent les bénéfices de l'entreprise (directement par la participation aux bénéfices ou indirectement par l'augmentation du prix des actions), les entreprises dotées d'un régime d'actionnariat salarié peuvent utiliser efficacement leurs ressources humaines et obtenir de meilleurs résultats. Un droit de propriété est "une revendication juridiquement exécutoire et socialement soutenue" (Rousseau et Shperling, 2003). Les droits de propriété dans le cadre de l'AS sont les droits de contrôle résiduels (c'est-à-dire la participation au capital) qui incitent les salariés à investir dans le capital spécifique à l'entreprise (Robinson et Zhang, 2005). L'accumulation du capital humain spécifique à l'entreprise à différents niveaux contribue à la performance de l'entreprise (Crook, 2011).

La théorie du management par les ressources propose que les ressources précieuses, rares, imparfaitement imitables et non substituables donnent lieu à un avantage concurrentiel durable (Barney, 1991). Parmi les ressources organisationnelles (p. ex., physiques, humaines, financières), l'importance du capital humain a été soulignée dans la théorie du capital humain stratégique. L'AS est essentiel pour développer des ressources humaines socialement complexes, difficiles à imiter et dépendantes de la trajectoire (Lippman et Rumelt, 1982 ; Call et Ployhart, 2021). L'AS permet aux salariés d'avoir un plus grand contrôle sur les tâches professionnelles et une participation accrue à la prise de décision. Une procédure potentiellement plus puissante pour la participation à la prise de décision est la présence des salariés actionnaires au sein du conseil d'administration ou de surveillance des entreprises.

L'AS favorise également les attitudes favorables à l'égard de l'entreprise, suscite des comportements prosociaux (Wagner et al., 2003) et insuffle un sentiment d'appartenance psychologique, qui est "un sentiment de possession de l'organisation" (Wagner et al., 2003) qui renforce l'identification à l'entreprise (Mael et Ashforth, 1992). Les salariés ayant un plus grand sentiment d'appartenance se préoccupent des buts et objectifs à long terme de leur entreprise et travaillent plus dur pour améliorer leurs performances professionnelles. Dans l'ensemble, la

théorie de l'agence, le cadre des droits de propriété et la théorie du management par les ressources suggèrent tous que l'actionnariat salarié augmente l'effort et la motivation des salariés pour améliorer les performances de leur entreprise (Kim et Ouimet, 2014 ; Robinson et Wilson, 2006).

Alors que les études sur l'actionnariat salarié issu de diverses disciplines s'appuient sur différents cadres théoriques, nous nous appuyons sur la théorie du capital humain comme lentille théorique pour expliquer le lien entre l'AS et la valeur de l'entreprise en période de crise, et pour explorer les facteurs contextuels de l'entreprise, de la période et du secteur.

3. Les effets dépendent du cycle économique

L'AS est un puissant levier d'incitation en permettant aux salariés de devenir actionnaires, mais contribue-t-il à atténuer les effets de la crise ? Étant donné l'absence de consensus dans la littérature concernant les effets économiques de l'actionnariat salarié, il se pourrait que les effets sur la valeur de l'entreprise dépendent du contexte dans lequel la participation des salariés a lieu. Nous supposons que ces effets diffèrent en fonction de l'état du cycle économique. En période de conjoncture favorable, les entreprises avec des salariés actionnaires peuvent être moins bien évaluées, car les investisseurs s'attendent, par exemple, à une recherche de la rente, à un ralentissement du processus décisionnel et à une réduction de la prise de risque de l'entreprise. Après le pic d'un cycle économique, cependant, ces caractéristiques peuvent perdre de leur importance, voire devenir un avantage concurrentiel. Par exemple, la réponse d'un conseil d'administration à une crise peut être plus appropriée s'il bénéficie d'informations plus nombreuses et de meilleure qualité en provenance des salariés qui sont plus proches du noyau de l'entreprise, ce qui lui permet d'envisager un plus large éventail d'options stratégiques (Sahut et al., 2018). Ou encore, des relations industrielles plus confiantes peuvent prévenir les troubles sociaux et, de ce fait, faciliter une adaptation plus rapide à une crise.

Étant donné que les salariés sont plus intéressés par des emplois sûrs à long terme que par des bénéfices plus élevés (à court terme), les salariés actionnaires, qui participent au processus décisionnel de l'entreprise, peuvent influencer l'horizon temporel pour lequel les décisions stratégiques sont prises pendant la période de crise. En tant que tels, les salariés peuvent faire pression pour des politiques d'entreprise plus prudentes qui mettent l'accent sur la survie à long terme. En résumé, l'AS et la participation des salariés au processus décisionnel par le biais du conseil d'administration peut réduire la valorisation boursière en période de prospérité, mais peut accroître la résilience d'une entreprise en période de crise.

4. REVUE DE LITTERATURE ET DEVELOPPEMENT D'HYPOTHESES

L'AS est un mécanisme qui permet aux salariés de devenir des actionnaires à long terme de l'entreprise, encourageant ainsi ces salariés à œuvrer au profit de l'entreprise et de ses actionnaires, ce qui permet de créer une clim de confiance entre les deux parties. L'intérêt de l'AS réside dans le renforcement de la motivation des salariés et dans la coordination de leurs intérêts personnels (Charreux et Desbrières, 1997) dans la recherche d'un meilleur rendement (Garfatta, 2010). L'étude de Altedia COB de juin (1999) a confirmé cette prédiction, et a conclu que les raisons les plus importantes pour lesquelles les entreprises adoptent l'AS sont la motivation des employés, la coordination des intérêts et la réduction du chiffre d'affaires. Hansman (1996) soutient que lorsque les entreprises diffusent largement les régimes d'AS, elles encouragent les employés à surveiller leurs propres efforts et ceux des autres salariés.

Les résultats d'une récente étude réalisée par ERES (2021) – sur les sociétés cotées du SBF120, démontre que parmi les 46 entreprises de l'échantillon, celles qui s'en sortent mieux de la crise sanitaire COVID-19 sont celles qui ont multiplié les opérations d'AS dans les deux années avant la crise. Ces résultats approuvent que l'AS est une redoutable arme anti-crise. En d'autres termes, les régimes d'AS créent une culture de responsabilité collective (Sahut et al., 2018). Malgré le faible effet positif de l'AS sur la valeur de l'entreprise dans les méta-analyses (O'Boyle et al., 2016), les conclusions des études sont mitigées (par exemple, Pierce et Rodgers, 2004). Certaines ont trouvé un effet positif de l'AS sur la valeur de l'entreprise (par exemple, Robinson et Wilson, 2006), mais d'autres ont trouvé un effet non significatif ou négatif (par exemple, Kim et Patel, 2021). Par exemple, Maalej et Triki, (2008) ont constaté que l'AS était associé de manière positive à la productivité de la main-d'œuvre, mais pas de manière significative au ROA. Ils ont également constaté que les entreprises dotées d'un régime d'AS pour plus de la moitié de leurs employés présentaient en fait un ROA inférieur à celui des entreprises sans régime d'AS.

La faible association positive trouvée dans les méta-analyses (O'Boyle et al., 2016), ainsi que les preuves empiriques (par exemple, Maalej et Triki, 2008) et l'argumentation théorique (par exemple, Guillard et Roussel, 2005; Wagner et al., 2003) remettent en question l'application de la théorie du capital humain stratégique à l'AS, car un argument essentiel de la littérature sur l'AS est l'utilisation efficace du capital humain par le biais de la participation des salariés dans le capital de l'entreprise. Si les preuves méta-analytiques plus larges suggèrent une association

faible et positive, et que les résultats restent mitigés, la question est de savoir si le capital humain stratégique est une lentille pertinente pour examiner et argumenter l'association positive entre l'AS et la valeur de l'entreprise pendant la période de crise. Enfin, El ouadi et Erromani (2021) ont démontré, dans une étude sur les sociétés cotées au Maroc, que l'actionnariat salarié ne se traduit pas par une création de valeur.

En se référant aux résultats empiriques des études antérieures susmentionnées, nous envisageons d'examiner les hypothèses suivantes :

H1 : L'actionnariat salarié n'induirait aucun effet sur les performances de l'entreprise en période de crise.

H2 : L'actionnariat salarié induirait un effet positif sur les performances de l'entreprise en période de crise.

H3 : L'actionnariat salarié induirait un effet négatif sur les performances de l'entreprise en période de crise.

5. METHODOLOGIE ET COLLECTE DES DONNEES

Dans cette étude, nous avons utilisé la base de données *Decypha*, c'est une vaste base de données relative aux entreprises cotées de la région MENA. Pour les données manquantes, nous avons fait appel aux autres ressources telles que le site web de l'AMMC, de la bourse de Casablanca et les sites web des entreprises. Ces ressources comprennent les rapports annuels, les états financiers, les communiqués de presse et les documents d'informations. Cette analyse nous a permis de nous limiter sur un échantillon de 53 entreprises non financières parmi les 75 cotées en bourse. Dans cette étude, la démarche de travail s'inscrit dans une posture hypothético-déductive qui caractérise le courant principal (the mainstream) des recherches en comptabilité. Le positivisme justifie la construction d'un système hypothético-déductive avant de le confronter à des situations empiriques supposées représentatives. Nous avons mobilisé des outils relevant de l'approche quantitative permettant de mesurer les phénomènes étudiés de manière globale et d'introduire un début de généralisation des résultats.

Comme cet article s'intéresse principalement aux effets de l'AS sur la valeur de l'entreprise avant et après la crise sanitaire, deux modèles de régression distincts sont estimés. Le premier explique le niveau moyen du Q de Tobin - la valeur boursière de l'entreprise divisée par la valeur de remplacement de ses actifs (Tobin, 1969) - en 2019 et 2020 comme variable

dépendante. Afin de mesurer spécifiquement les effets après la crise sanitaire de mars 2020, le second modèle utilise la croissance relative (souvent négative) du Q de Tobin entre 2019 et 2020 comme variable dépendante. En tant que tel, le Q de Tobin est un indicateur des valeurs immatérielles qui ne sont pas prises en compte dans le bilan d'une entreprise. Des exemples de ces valeurs incorporelles sont une base de connaissances unique ou des pratiques de gestion supérieures. Par conséquent, plus le Q de Tobin est supérieur à 1, plus les investisseurs valorisent l'entreprise.

L'actionnariat salarié sera mesuré par deux variables, la première comprend la part détenue par les salariés actionnaires dans le capital de l'entreprise (**VarAS**) et la deuxième variable représente les salariés actionnaires membre du conseil d'administration (**VarCA**). La variable **VarCA** prend 1 si un salarié est membre du conseil d'administration sinon 0.

Les variables de contrôle couvrent le taux d'endettement (**DT**) mesuré par la dette totale, le bêta financier (**BF**) (qui reflète le degré de variation de l'évaluation financière de l'action d'une entreprise par rapport aux mouvements du marché), le rendement des actifs (**ROA**) et la variable indicatrice du secteur (**SEC**) susceptible d'avoir une influence sur la relation entre l'AS et la valeur de l'entreprise. Toutes les variables indépendantes se rapportent à l'année 2019.

Les modèles de régression qui seront utilisés dans cet article sont les suivants :

$$MQTobin = \alpha + \beta_1 \text{VarAS} + \beta_2 \text{VarCA} + \beta_3 \text{DT} + \beta_4 \text{BF} + \beta_5 \text{ROA} + \beta_6 \text{SEC} + \varepsilon_{it}$$

$$CQTobin = \alpha + \beta_1 \text{VarAS} + \beta_2 \text{VarCA} + \beta_3 \text{DT} + \beta_4 \text{BF} + \beta_5 \text{ROA} + \beta_6 \text{SEC} + \varepsilon_{it}$$

α : Constante

MQTobin : La valeur boursière de l'entreprise divisée par la valeur de remplacement de ses actifs

CQTobin : La croissance relative du Q de Tobin entre 2019 et 2020

VarAS : La part détenue par les salariés actionnaires dans le capital de l'entreprise

VarCA : Les salariés actionnaires membres du conseil d'administration

DT : Taux d'endettement

BF : Bêta financier

ROA : Rendement des actifs

SEC : Secteur d'activité

ε : Terme d'erreur

6. ANALYSE DES RESULTATS

6.1. Analyse descriptive et caractéristique de notre échantillon

Les statistiques descriptives servent à décrire les caractéristiques des variables de la recherche, à savoir l'actionnariat salarié, la rentabilité et la valeur de l'entreprise. Les caractéristiques des données utilisées dans les statistiques descriptives comprennent les moyennes, les valeurs maximales, les valeurs minimales et les écarts types. Après avoir passé en revue le processus de test statistique descriptif, les résultats sont présentés dans le tableau 1 ci-dessous.

Tableau 1 : Statistiques descriptives des variables

Variable	N	Min	Max	Moyenne	Ecart-type
MQTobin ₂₀₁₉₋₂₀₂₀	53	0.09	4,45	2,17	0,37
CQTobin ₂₀₁₉₋₂₀₂₀	53	-0,04	0,32	-0.40	0.38
VarAS	53	0.00	0,88	0,55	0,32
VarCA	53	0.00	1,00	0,33	0,21
DT	53	0.11	0,95	0,43	0,20
BF	53	-3.53	4.20	0.54	0,53
ROA	53	-0,52	1,11	0,07	0,06

Sur la base du tableau 1, on peut expliquer que, dans l'ensemble, chacune des variables étudiées a un écart-type inférieur à la valeur moyenne. L'AS est d'une moyenne 0,55 avec un écart type de 0,32. La valeur minimale de la AS est de 0,00, ce qui explique qu'il existe dans notre échantillon des entreprises qui ne disposent pas d'AS dans leur capital, et la valeur maximale est de 0,88, cette valeur hausse est dû à structure spécifique des sociétés familiales. Pour ce qui concerne la présence des salariés actionnaires au sein du conseil d'administration, les résultats démontrent qu'au moyennes 0,33 des membres des conseils d'administration de notre échantillon se composent de salariés actionnaires. La rentabilité est mesurée par le rendement des capitaux propres (ROE) présente une valeur moyenne de 0,07 avec un écart type de 0,06. Les valeurs minimales et maximales de la rentabilité sont de -0,52 et 1,11. La valeur de l'écart-type est inférieure à la valeur moyenne, ce qui indique qu'il y a de faibles variations entre les valeurs minimales et maximales au cours de la période d'observation où on peut dire qu'il n'y a pas de grand écart de rentabilité. En ce concerne le taux d'endettement, les entreprises de notre échantillon présente un taux d'endettement moyen de 0,43.

Le coefficient bêta présente une valeur minimale négative, ce qui explique que les titres évoluent dans le sens opposé de celui du marché. Enfin, les valeurs minimales et maximales des variables de Q de Tobin (MQTobin et CQTobin) sont respectivement de 0,09/4,45 et -0,04/0,32, et des valeurs moyennes sont respectivement de 2.17 et -0,40. La valeur de l'écart-type est inférieure à la valeur moyenne, ce qui indique que la diversité des données contenues dans les Q de Tobin est faible.

6.2. Analyse bivariée : corrélation de Pearson

L'analyse des données via la matrice de corrélation bivariée de Pearson permettra de justifier le lien qui existe entre l'AS et la valeur de l'entreprise qui est mesurée par le Q de Tobin. Le tableau 2 présente les résultats des corrélations de Pearson entre les variables dépendantes et indépendantes de nos deux modèles.

Tableau 2 : résultats des corrélations entre les variables

	MQTobin ₂₀₁₉₋₂₀₂₀	CQTobin ₂₀₁₉₋₂₀₂₀	VarAS	VarCA	DT	BF	ROA
MQTobin ₂₀₁₉₋₂₀₂₀	1,00						
CQTobin ₂₀₁₉₋₂₀₂₀	,125**	1,00					
VarAS	-,039*	-,055**	1,00				
VarCA	-,036***	-,141***	,038	1,00			
DT	-,012*	-,662*	-,051***	-,086	1,00		
BF	,056	-,034***	-,035	,058	-,097	1,00	
ROA	,0122*	,041*	-,021	,149*	-,131**	,065	1,00

***, ** et * indiquent respectivement la signification à 1%, 5% et 10%.

Il est intéressant de noter que les variables du Q de Tobin sont corrélées négativement avec le VarAS et la VarCA, alors que l'interrelation de ces deux variables avec le niveau du Q de Tobin a un signe négatif, la croissance du Q de Tobin a un signe positif. L'endettement total des entreprises de notre échantillon présente une corrélation négative avec MQTobin et CQTobin, et une relation négative et significative avec la présence de l'actionnariat salarié. Une forte corrélation négative entre le bêta (indiquant la dépendance de la valorisation des actions d'une entreprise aux fluctuations générales du marché) et la croissance du Q de Tobin dû à la crise sanitaire Covid-19. Le ROA, en revanche, présente une corrélation positive non significative avec les deux mesures du Q de Tobin. On remarque ainsi l'existence d'une relation négative significative entre le ROA et l'endettement, une augmentation de 1% entraîne une baisse du ROA de plus de 13%.

Le tableau 3 révèle le résultat du test de multicolinéarité utilisant les facteurs d'inflation de la variance (VIF). Selon Ainslie et al.,(2008), il y a multicollinéarité lorsqu'on trouve une forte corrélation entre deux ou plusieurs variables explicatives.

Tableau 3 : Test de multicolinéarité

Variabes	VIF	1/VIF
MQTobin	1,122	0,891
CQTobin	1,322	0,756
VarAS	1,037	0,964
VarCA	1,094	0,914
DT	1,110	0,901
BF	1,087	0,920
ROA	1,062	0,942
MQTobin	1,139	0,878

Le résultat montre qu'il n'y a pas de problème de multicollinéarité entre les variables indépendantes et les variables de contrôles, car les VIF moyens et les VIF individuels ne dépassent pas le seuil des valeurs VIF de 10 (Meah, 2019).

6.3. Analyse de régression multiple

L'impact de la l'actionnariat salarié sur la valeur de l'entreprise en période de crise a été testé en utilisant l'analyse de régression multiple. L'objectif de cette analyse est de déterminer l'impact ou l'influence significative d'une variable indépendante sur une variable dépendante. Dans cette section, deux régressions seront effectuées. Le tableau 4 présente les résultats des régressions multiples des deux modèles précédemment définis.

Tableau 4 : Résultats de la régression pour le niveau moyen et la variation du Q de Tobin, 2019-2020

Variable	MQTobin		CQTobin	
	Coefficient	Std. Error	Coefficient	Std. Error
VarAS	-0.243*		-0.091***	
VarCA	-0.092*		-0.456***	
DT	-0.583***		0.252	

BF	-0.322**		-1.052**	
ROA	0.005*		0.001	
SEC	0.294		0.163*	
Constant	1.241**		0.445**	
N	53		53	
F-Valeur	12.00***		11.87***	
R²	0.516		0.591	

***, ** et * indiquent respectivement la signification à 1%, 5% et 10%.

Deux modèles de régression ont été estimés : le premier expliquant le niveau moyen du Q de Tobin au cours de la période 2019-2020 et le second la croissance du Q de Tobin entre 2019 et 2020. Les deux modèles incluent la variable dummies secteur (SEC). Le premier modèle du tableau 4 résume les régressions MCO en utilisant le niveau moyen du Q de Tobin (MCTobin) d'une entreprise (2019-2020) comme variable dépendante. Avec un R2 de 0,51, ce modèle semble avoir un pouvoir explicatif satisfaisant. Il montre que le bêta et le degré d'endettement sont négativement liés au Q de Tobin. Ceci est probablement lié à la crise sanitaire COVID-19, qui a probablement eu un impact (négatif) plus important sur les entreprises ayant un bêta et un endettement plus élevés que sur les autres. Il est intéressant de noter que les entreprises avec des AS ont un Q de Tobin significativement plus faible. En général, l'effet négatif semble être un peu plus faible pour les entreprises avec une présence des AS au sein du conseil d'administration, donc notre hypothèse H3 se trouve ainsi validée.

Le deuxième modèle examine la croissance (souvent négative) du Q de Tobin (CQTobin) entre 2019 et 2020. Le niveau du Q de Tobin (2019-2020) tend à refléter une moyenne des valorisations boursières élevées en amont de la crise (2019-2020) et les effets dévastateurs de la crise sanitaire en mars 2020. La prise en compte de la croissance du Q de Tobin présente l'avantage de représenter plus directement les effets de la baisse de la valorisation des entreprises pendant la crise. En d'autres termes, elle peut en révéler davantage sur la résilience d'une entreprise en période de crise, qui est susceptible d'être plus élevée dans les entreprises où le "conservatisme" des salariés actionnaires membre du conseil d'administration a un impact sur la prise de décision.

Le deuxième modèle résume les estimations des MCO, ce modèle a une valeur R2 de 0,59. Une fois encore, comme on pourrait s'y attendre en période de crise, le bêta, indiquant la dépendance aux fluctuations générales du marché, est négativement lié à la croissance du Q de Tobin. Les résultats montrent que le ROA en 2019 n'influence pas significativement la croissance du Q de Tobin entre 2019 et 2020. Une explication possible peut être recherchée dans la crise sanitaire

COVID-19, qui a radicalement changé les marchés boursiers et rendu les bénéfiques antérieurs temporairement moins importants pour l'évaluation du marché.

Contrairement aux estimations des moyennes du Q de Tobin, les régressions sur la croissance du Q de Tobin montrent que l'AS et leur présence au conseil d'administration à un impact négatif et non significatif donc on accepte H3. Il est encore plus remarquable que la variable dummie (Secteur) à un positif significatif sur la croissance du Q de Tobin (alors qu'elle est négative dans les estimations précédentes), bien que l'effet de la présence des actionnaires salariés (valeur p de 0,08) ne soit que faiblement significatif. D'une manière générale, ces résultats impliquent que les entreprises avec ce type d'actionnaire ont perdu moins de valeur après la crise sanitaire de COVID-19 que les autres entreprises.

7. DISCUSSION ET CONCLUSION

Les estimations ci-dessus montrent que les entreprises dotées d'AS ont des niveaux moyens de Q de Tobin plus faibles que les autres entreprises au cours de la période 2019-2020. L'effet significativement négatif des AS sur la valeur de l'entreprise est remarquable, étant donné les faibles effets économiques généralement constatés dans la littérature. Ce résultat s'explique peut-être par l'accent mis sur la valeur de l'entreprise, alors que la plupart des recherches sur les AS portent sur d'autres paramètres économiques, tels que la productivité, la valeur ajoutée, l'innovation, les ventes, la rentabilité, la croissance de l'emploi et les salaires (Addison, 2009). Apparemment, les investisseurs s'attendent à ce que la présence des AS permette à l'entreprise de réduire la prise de risque et de ralentir les processus de décision au détriment du rendement pour les autres actionnaires. La relation négative et significative entre l'AS et le Q de Tobin trouvée dans cet article semble confirmer le résultat négatif démontré par Jensen et Meckling (1979). Il convient toutefois de noter que ces résultats n'impliquent pas nécessairement que la AS a un effet négatif sur la valeur de chaque entreprise individuellement. Dans une analyse sur 786 entreprises allemandes, Hollandts et Aubert, (2019) constatent que l'utilisation judicieuse de la AS peut, dans certains cas, augmenter la valeur de l'entreprise, en particulier dans les industries complexes et à forte intensité de coordination.

L'étude actuelle a trouvé des résultats remarquables dans l'analyse de la croissance de la valeur des entreprises au cours de la période 2019-2020, couvrant essentiellement les effets dévastateurs de la crise sanitaire COVID-19 au Maroc. Bien que le niveau moyen du Q de Tobin des entreprises avec AS soit plus faible, les entreprises avec AS ont perdu moins de valeur pendant cette période par rapport à celles sans AS. En d'autres termes, le fait de donner aux

salariés une participation au capital de l'entreprise et leurs présences au sein du conseil d'administration permet de participer à la prise de décision, qui semble empêcher la prise de risques excessifs en période d'opulence, augmente également la résilience de l'entreprise en période de crise. L'AS peut améliorer la réponse du conseil d'administration à la crise, car il peut bénéficier de plus d'informations (diverses) et peut envisager un plus large éventail d'alternatives stratégiques. L'AS est également susceptible d'encourager des relations industrielles plus confiantes, ce qui peut prévenir les conflits sociaux et faciliter une adaptation plus rapide à la crise. Mais ce qui est probablement le plus important, c'est que l'AS peut favoriser une orientation à plus long terme de la politique de l'entreprise, car les salariés forment un contre-pouvoir face aux pressions en faveur des performances à court terme, puisqu'ils sont intéressés par la continuité à long terme plutôt que par des marges bénéficiaires plus élevées. Ainsi, étant plus réfractaires au risque que les actionnaires non-salariés, les AS peuvent avoir empêché leurs entreprises de prendre trop de risques à court terme, ce qui a été considéré comme l'une des causes des crises financières (Kirkpatrick, 2009). En conséquence, l'AS, bien qu'elle désavantage les actionnaires en période de croissance, pourrait être rentable en temps de crise. Cette recherche peut être considérée comme atout avantageux pour les dirigeants et les investisseurs. Ces résultats encouragent la poursuite des recherches sur les effets économiques de l'AS dans différentes phases du cycle économique. Ce travail a éclairé aussi la nature d'actionnariat au Maroc. Les observations sur l'identité des principaux actionnaires des entreprises marocaines cotées en bourse montrent que l'AS joue un rôle très important en période de crise.

L'une des limites de cette étude est qu'elle se concentre sur les effets sur la valeur de l'entreprise, mesurée par le Q de Tobin. Il serait intéressant d'étudier l'impact sur d'autres indicateurs de performance, tels que les rendements boursiers (à long terme). En outre, il pourrait être utile d'adopter d'autres méthodes de recherche alternative. Tout d'abord, l'un des examinateurs anonymes de cet article a fait remarquer qu'il pourrait être utile d'examiner si les effets économiques de l'AS diffèrent selon la distribution de la variable dépendante. Pour les données actuelles, les régressions quantiles n'ont montré que quelques modèles non significatifs, mais peut-être que des ensembles de données plus importants montreraient des modèles plus clairs.

Deuxièmement, il serait utile de mener des analyses de panel, qui pourraient apporter plus de lumière sur la causalité. Troisièmement, dans cette recherche, une variable muette a été utilisée afin de corriger les différences sectorielles. Les analyses multiniveaux pourraient fournir davantage d'informations sur les antécédents des variations sectorielles. Cela permettrait

également d'analyser les interactions entre les facteurs au niveau de l'entreprise et au niveau du secteur qui détermine la performance de l'entreprise. Enfin, des études de cas détaillées pourraient permettre de mieux comprendre les mécanismes exacts en jeu.

En conclusion, les résultats ci-dessus indiquent que la présence de l'AS pourrait empêcher une prise de risque excessive et, par conséquent, réduire les pertes de valeur des entreprises pendant les crises financières. Ce résultat pourrait constituer un argument intéressant pour les actionnaires averse au risque qui souhaitent éviter une prise de risque excessive en période d'expansion. En outre, elle pourrait également prévenir les décideurs qui cherchent des moyens d'accroître la résilience de leurs économies.

RÉFÉRENCE

- Ainslie, P. N., Cotter, J. D., George, K. P., Lucas, S., Murrell, C., Shave, R., ... & Atkinson, G. (2008). Elevation in cerebral blood flow velocity with aerobic fitness throughout healthy human ageing. *The Journal of physiology*, 586(16), 4005-4010.
- Asmae, D., & Amina, D. Autonomie du salarié et intention de départ volontaire Employee autonomy and intention to leave voluntarily. *Moroccan journal of business studies*
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of management*, 17(1), 99-120.
- Blasi, J., Conte, M., & Kruse, D. (1996). Employee stock ownership and corporate performance among public companies. *ilr Review*, 50(1), 60-79.
- Call, M. L., & Ployhart, R. E. (2021). A theory of firm value capture from employee job performance: A multidisciplinary perspective. *Academy of Management Review*, 46(3), 572-590.
- Charreaux, G. (2000). Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance. *Revue du financier*, 127, 6-17.
- Charreaux, G., & Desbrières, P. (1997). Le point sur le gouvernement des entreprises. *Revue Banque & Marchés*, 29, 28-34.
- Crook, T. R., Todd, S. Y., Combs, J. G., Woehr, D. J., & Ketchen Jr, D. J. (2011). Does human capital matter? A meta-analysis of the relationship between human capital and firm performance. *Journal of applied psychology*, 96(3), 443.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of management review*, 14(4), 532-550.
- ELOUADI S & ER.ROMMANI H (2021) «Analyse des effets de l'actionnariat salarié sur la création de valeur financière des entreprises marocaines cotées en bourse », *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit* « Volume 5 : numéro 1 » pp : 65 – 88.
- Freeman, R. B., Lazear, E. P., Rogers, J., & Streeck, W. (1995). 2 An Economic Analysis of Works. *Works Councils*, 27.

- Garfatta, R. (2010). Actionnariat salarié et création de valeur dans le cadre d'une gouvernance actionnariale et partenariale: application au contexte français (Doctoral dissertation, Université de Bourgogne).
- Godard, L., & Schatt, A. (2000). Quelles sont les caractéristiques optimales du conseil d'administration?. *La Revue du Financier*, 127, 36-47.
- Guillard, A., & Roussel, J. (2005). Évaluation et développement du capital humain: un enjeu clé pour l'audit social. In *EBS Conference Papers*. Lille. www.ebs-paris.com/recherche-communications/josse_roussel_communications_1.pdf.
- Hansman, H.: 1996, *The Ownership of Enterprise*, HUP, Cambridge, MA
- Hollandts, X., & Aubert, N. (2019). La gouvernance salariale: contribution de la représentation des salariés à la gouvernance d'entreprise. *Finance Contrôle Stratégie*, (22-1).
- Jensen, M. (1976). William Meckling étaient tous deux professeurs à l'université de Rochester (USA) lorsqu'ils ont écrit leur article considéré comme fondateur de la théorie de l'agence. Michael Jensen, William Meckling, "Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Kim, E. H., & Ouimet, P. (2014). Broad-based employee stock ownership: Motives and outcomes. *The Journal of Finance*, 69(3), 1273-1319.
- Kim, K. Y., & Patel, P. C. (2021). A multilevel contingency model of employee ownership and firm productivity: The moderating roles of industry growth and instability. *Organization Science*, 32(3), 625-648.
- Kirkpatrick, G. (2009). The corporate governance lessons from the financial crisis. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2009(1), 61-87.
- Kruse, D., Blasi, J. et Freeman, R. (2012), « Does Linking Worker Pay to Firm Performance Help the Best Firms to do Even Better », National bureau of economic research working paper, n° 17745.
- Lippman, S. A., & Rumelt, R. P. (1982). Uncertain imitability: An analysis of interfirm differences in efficiency under competition. *The bell journal of Economics*, 418-438.
- Maalej, H., & Triki, M. (2008, May). Déterminants de la pratique de l'actionnariat salarié dans les entreprises françaises. In *La comptabilité, le contrôle et l'Audit entre changement et stabilité*(pp. CD-Rom).
- Mael, F., & Ashforth, B. E. (1992). Alumni and their alma mater: A partial test of the reformulated model of organizational identification. *Journal of organizational Behavior*, 13(2), 103-123.
- Meah, M. R. (2019). The efficiency of corporate governance on capital structure: An empirical study from listed manufacturing firms in Bangladesh. *Asian Journal of Accounting and Governance*, 11.
- O'Boyle, E. H., Patel, P. C., & Gonzalez-Mulé, E. (2016). Employee ownership and firm performance: a meta-analysis. *Human Resource Management Journal*, 26(4), 425-448.
- Pennetier, W. (2009). L'épargne Salariale en France: une rémunération des salariés au service de la création de valeur actionnariale (Doctoral dissertation, Université Toulouse 1).

- Pierce, J. L., & Rodgers, L. (2004). The psychology of ownership and worker-owner productivity. *Group & Organization Management*, 29(5), 588-613.
- Robinson, A. M., & Wilson, N. (2006). Employee financial participation and productivity: An empirical reappraisal. *British Journal of Industrial Relations*, 44(1), 31-50.
- Robinson, A. M., & Zhang, H. (2005). Employee share ownership: safeguarding investments in human capital. *British Journal of Industrial Relations*, 43(3), 469-488.
- Rousseau, D. M., & Shperling, Z. (2003). Pieces of the action: Ownership and the changing employment relationship. *Academy of management review*, 28(4), 553-570.
- Sahut, J. M., Mili, M., & Teulon, F. (2018). Gouvernance, RSE et performance financière: vers une compréhension globale de leurs relations?. *Management Avenir*, (3), 39-59.
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of money, credit and banking*, 1(1), 15-29.
- Wagner, S. H., Parker, C. P., & Christiansen, N. D. (2003). Employees that think and act like owners: Effects of ownership beliefs and behaviors on organizational effectiveness. *Personnel Psychology*, 56(4), 847-871.