

Structure d'actionnariat et mesures de restructurations : Cas des entreprises cotées à la bourse de Casablanca

Ownership structure and restructuring measures: Empirical study of the Listed Companies on the Casablanca Stock Exchange

Basma Azzouzi, (Doctorante)

Laboratoire Interdisciplinaire de Recherche en Economie, Finance et Management des organisations (LIREFMO)

*Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales, Fès,
Université Sidi Mohamed Ben Abdellah, Maroc*

Amina Haoudi, (Professeur de l'Enseignement Supérieur)

Laboratoire Interdisciplinaire de Recherche en Economie, Finance et Management des organisations (LIREFMO)

*Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales, Fès,
Université Sidi Mohamed Ben Abdellah, Maroc*

Adresse de correspondance :	Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales Université Sidi Mohammed Ben Abdellah Maroc (Fès) B.P 42 A- Fès azzouzibasma2@gmail.com
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article :	Azzouzi, B., & Haoudi, A. (2021). Structure d'actionnariat et mesures de restructurations : Cas des entreprises cotées à la bourse de Casablanca. International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics, 2(3), 149-164. https://doi.org/10.5281/zenodo.4796831
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

DOI: 10.5281/zenodo.4796831
Received: 0 May 2021

Published online: May 26, 2021

Structure d'actionnariat et mesures de restructurations : Cas des entreprises cotées à la bourse de Casablanca

Résumé

Le nombre de défaillances des entreprises marocaines a été multiplié ces dernières années. Un constat alarmant qui place le Maroc dans la case des pays où la conjoncture et les impayés sont particulièrement fatals à l'entreprise. À cet effet, la mise en place des mesures de restructurations devient aujourd'hui une nécessité incontestable afin de redresser la situation et dépasser les vulnérabilités préexistantes, les pertes de revenus et les conditions sociales inégales.

Plusieurs études ont été avancées à l'appui de l'idée que la structure de l'actionnariat aura des implications importantes sur les mesures de restructurations adoptées. Par ailleurs, les études empiriques antérieures réalisées sont assez hétérogènes, ceci étant dû certainement au caractère complexe des mesures utilisées et des tests empiriques réalisés sur des échantillons différents, ce qui explique l'incomplétude des résultats sur ce sujet.

Pour cela, cet article s'intéresse à la structure d'actionnariat au Maroc sous l'angle de la concentration des actionnaires et son impact sur les mesures de restructurations prises par les sociétés cotées en difficulté. Pour ce faire, nous tâcherons à expliquer la nature du lien entre nos variables choisies, à travers la régression logistique, cette technique sera présentée avec le logiciel SPSS. La présente étude est menée sur un échantillon composé de 57 observations des sociétés marocaines en difficulté cotées à la bourse de Casablanca sur la période 2015-2019. Les résultats montrent que les actionnaires détenant une part suffisante de capital influencent positivement et favorablement les mesures opérationnelles. En revanche, le rôle de la concentration d'actionnariat n'apparaît pas assez significatif pour les mesures financières et les autres types.

Mots clés : Structure D'actionnariat, Mesure De Restructuration, Concentration D'actionnariat, Entreprises Marocaines Cotées, Régression Logistique

Classification JEL : G32, G33

Type de l'article : Recherche appliquée

Abstract :

The number of failures of Moroccan companies has multiplied in recent years. An alarming finding which places Morocco in the box of countries where the economy and unpaid debts are particularly fatal to business. To this end, the implementation of restructuring measures is now becoming an indisputable necessity in order to redress the situation and overcome pre-existing vulnerabilities, loss of income and unequal social conditions.

Several studies have been put forward to support the idea that shareholder structure will have important implications for the restructuring measures adopted. Moreover, the previous empirical studies carried out are quite heterogeneous, this being certainly due to the complex nature of the measurements used and the empirical tests carried out on different samples, which explains the incompleteness of the results on this subject.

To do this, this article examines the shareholding structure in Morocco from the perspective of shareholder concentration and its impact on the restructuring measures taken by listed companies in difficulty. To do this, we will try to explain the nature of the link between our chosen variables, through logistic regression, this technique will be presented with the SPSS software. The present study is carried out on a sample made up of 57 observations of Moroccan companies in difficulty listed on the Casablanca stock exchange over the period 2015-2019.

The results show that shareholders holding a sufficient share of capital positively and favorably influence operational measures. On the other hand, the role of shareholding concentration does not appear significant enough for financial measures and other types.

Key words: Ownership Structure, Restructuring, Ownership Concentration, Moroccan-Listed Companies, Logistic Regression

JEL Classification: G32, G33

Paper type: Empirical research

1. Introduction

Face à des difficultés, qu'elles soient financières ou non, une entreprise se doit d'engager des mesures correctrices dont le terme générique est celui de restructuration. Ces actions sont le plus souvent regroupées au sein d'un plan qui allie mesures opérationnelles et financières. Les entreprises en difficulté anticipent les premières mesures à l'initiation des secondes.

Les études antérieures (Demsetz et Lehn 1985) qui se sont intéressées à la problématique liée à la performance ont montré qu'il existait un ensemble de mesures de restauration et de gestion capables de maintenir la compétitivité de la firme et d'accroître sa performance pour assurer une survie immédiate de l'entreprise. Ces mesures sont plurielles, elles peuvent être organisationnelles et opérationnelles (réorganisation de l'entreprise, réductions des coûts, réductions d'effectifs) (Gilson 1989, Wruck 1990), ou encore financières (renégociation de la dette, augmentation de capital, action sur la politique de dividendes) (Gilson et al. 1990). La plupart de ces mesures se retrouvent au sein de plans de restructuration (ou de redressement). Elles se rattachent aux concepts de réactivité, de flexibilité et d'ouverture.

Par ailleurs, la structure de l'actionnariat d'une entreprise est aussi susceptible d'influencer la mise en œuvre des mesures de restructuration en son sein. En effet, la part de capital détenu, l'horizon de placement et les objectifs de l'actionnaire jouent un rôle important dans son implication au niveau du contrôle des dirigeants. Un actionnaire détenant une part importante du capital sera plus incité à mettre en place toutes les mesures nécessaires pour garantir la continuité de l'activité et assurer la survie de l'entreprise (Demsetz et Lehn 1985).

La problématique de notre recherche s'articule autour du questionnement suivant : « la structure d'actionnariat et plus particulièrement sa concentration affecte-t-elle les mesures de restructurations prises par les entreprises marocaines en difficulté cotées en bourse ? ». En s'inspirant des études de Ofek (1993), notre échantillon est constitué des entreprises marocaines cotées en bourse dont la rentabilité boursière était très fortement dégradée (baisse de 10 %) durant la période 2015-2019.

Pour répondre à cette problématique, nous adoptons une démarche hypothético-déductive. Nous allons tout d'abord présenter une revue de littérature empirique mettant en relation la concentration d'actionnariat et les mesures de restructurations engagées par les entreprises en difficulté. Ensuite pour mieux tester la relation entre ces deux variables, nous allons appliquer la régression logistique entre notre variable dépendante dichotomique (mesures de restructurations) et la variable indépendante (concentration d'actionnariat). Nous terminerons par une interprétation de nos résultats issus de notre approche statistique.

2. Revue de littérature

2.1. Entreprises en difficulté : Principales causes de défaillance et mesures de restructurations

La notion d'entreprise en difficulté est ainsi dynamique et complexe. Cela se vérifie lorsque l'on tente d'établir des critères permettant de déceler la défaillance.

En 1969, Daunigeau s'est basé sur l'aspect financier pour définir l'entreprise en difficulté comme étant : « celle qui est proche de la cessation des paiements compte tenu de l'importance de la perte d'exploitation, de l'encours à payer et de l'existence ou non de crédit bancaire ».

Cette définition est désormais insuffisante, car elle ne touche qu'un côté des difficultés rencontrées par l'entreprise en négligeant les autres aspects influençant cette dernière.

Quant à Jean Francois Daigne (1991), il retient trois concepts pour cette notion d'entreprise en difficulté :

- Entreprise non rentable en état de cessation de paiements ;
- Entreprise saine ou très performante, mais vulnérable ;

- Mais surtout, entreprise présentant un déséquilibre au niveau de ses données industrielles, puis sociales et enfin financières.

Prunier et Mourel (1996) quant à eux l'ont défini comme suit : « l'entreprise en difficulté est celle dont la continuité de l'exploitation ou de l'activité est compromise, pour quelque cause que ce soit ». Ils ont considéré que toute entreprise dont l'exploitation et l'activité sont menacées par n'importe quelle raison est une entreprise en difficulté.

D'après toutes ces définitions, nous pouvons déduire qu'une entreprise en difficulté est tout entreprise qui rencontre des problèmes ayant un impact négatif sur le développement de son cycle de vie et qui remet en cause la pérennité de son activité.

2.1.1. Les principales causes de défaillance des entreprises

La notion d'entreprise en difficulté étant toujours imprécise, on recense des causes de défaillances hétérogènes. D'ailleurs, les difficultés financières à l'origine de la défaillance correspondent le plus fréquemment à un déficit des ressources propres, une structure financière inadaptée contribue à augmenter la fragilité de l'entreprise et sa dépendance à l'égard de bailleurs de fonds externes, banques ou créanciers concourant à financer le cycle d'exploitation.

Plusieurs études sur les causes de défaillances des entreprises concordent pour dire que les causes principales relèvent de facteurs de fragilité et d'erreurs internes d'une part, et des facteurs liés à l'environnement d'autre part.

Parmi les causes de défaillance, nous citons, les problèmes des débouchés qui proviennent souvent de la baisse tendancielle de la demande adressée à l'entreprise. Des problèmes d'information et de management contribuent aussi aux difficultés des entreprises. Il s'agit surtout d'un système comptable déficient et de l'incompétence de l'équipe dirigeante. Dans ces cas, les dirigeants n'ont pas des informations suffisantes pour pouvoir apprécier correctement la rentabilité de leur entreprise et les différents frais d'exploitation. Ils n'ont pas aussi les compétences nécessaires pour pouvoir à la fois constater les difficultés auxquelles est confrontée leur entreprise, et de trouver les solutions adéquates.

En plus des causes précédentes, il en existe d'autres qui sont exceptionnelles et imprévisibles comme : Le décès d'un dirigeant, le départ d'un ou plusieurs associés (dirigeants), et les catastrophes naturelles tel que la crise sanitaire Covid-19 de notre époque et qui est considérée comme le plus grand défi auquel nous ayons été confrontés depuis la Seconde Guerre mondiale. Cette pandémie est bien plus qu'une crise sanitaire, c'est aussi une crise socioéconomique sans précédent mettant sous pression chacun des pays qu'elle touche, elle a engendré une baisse significative de l'activité économique susceptible de générer la défaillance de nombreuses entreprises. La crise a bloqué le commerce extérieur, et les entreprises importatrices et exportatrices tournent au ralenti. Une hausse inhabituelle des défaillances d'entreprises ainsi que les retombées de la crise ont touché ainsi le marché boursier marocain.

L'impact économique de la pandémie du Covid-19 a durement frappé des pans entiers de l'économie nationale. Outre les secteurs les plus durement touchés comme le tourisme, l'aérien, la restauration et l'immobilier, le secteur financier n'est pas non plus épargné. La Bourse de Casablanca, où sont cotées les plus grandes entreprises nationales, est, à son tour, très durement affectée. Depuis le déclenchement de la crise du Covid-19, la capitalisation boursière s'est effondrée de plus de 20 milliards de dirhams, provoquant un plongeon des cours des actions jamais survenu sur la place financière casablancaise.

Aujourd'hui la Bourse de Casablanca connaît des défaillances de publications de certaines de ses sociétés pourtant bel et bien listées à la cote de son marché. Il s'agit de Stroc Industrie, Delattre levivier Maroc et Alliances Développement International. Ces trois groupes sont en

plein délit de défaillance de publication de leurs comptes et pire encore, pointés du doigt par leurs commissaires aux comptes.

2.1.2. Les différents types de mesures de restructurations initiées par les entreprises en difficulté

Après avoir passé en revue les causes profondes qui entraînent l'entreprise à la défaillance, nous allons à présent citer les principaux types de mesures préventives et de redressement initiés par les entreprises en difficulté. En période de crise, les firmes cherchent à engager des mesures de restructurations opérationnelles et organisationnelles (Gilson 1989)¹, ou financières.

2.1.2.1. Mesures opérationnelles et organisationnelles

La restructuration opérationnelle est avant tout une solution à court terme utilisée pour optimiser la chaîne de valeur et générer rapidement des flux de trésorerie. Parmi les mesures opérationnelles, nous citons :

- ***Réorganisation de l'entreprise***

La réorganisation, ou encore appelée restructuration d'entreprise, est un processus par lequel une entreprise révisé sa stratégie, sa configuration et ses opérations actuelles. En règle générale, les entreprises subissent une réorganisation, pour s'adapter aux changements sociaux, économiques ou juridiques des entreprises. Les changements au niveau de la direction seraient l'une des conditions principales du succès du processus des redressements, car ils constituent un signe tangible pour les créanciers que des mesures sont prises par la société en difficulté. Dans l'ensemble, la réorganisation de la direction peut être un facteur fondamental pour la réussite du redressement d'une entreprise en difficulté.

- ***Réduction des coûts***

La réduction des coûts est une pratique qui se développe dans les entreprises, elle cherche à réduire les couts afin d'accroître la rentabilité et à renégocier les délais de paiement pour réduire le besoin en fonds de roulement. La politique de réduction des coûts est une approche positive planifiée pour réduire les dépenses et pour améliorer les résultats d'exploitation dans les premiers mois de redressement. La réduction des coûts entraîne une nette augmentation des marges. L'économie de coût peut également être répercutée sur les consommateurs sous la forme de prix plus bas ou de plus de quantité au même prix. Cela créera plus de demandes pour les produits, des économies de production à grande échelle, plus d'emplois grâce à l'industrialisation et une amélioration globale du niveau de vie. Dans l'ensemble, la réduction des coûts est une fonction corrective par un processus continu d'analyse des coûts, des fonctions, etc. pour une économie supplémentaire en application des facteurs de production.

- ***Licenciement - réduction d'effectifs***

La réduction des effectifs - l'élimination planifiée de postes ou d'emplois - devrait produire des avantages économiques rapides. Lorsqu'une entreprise fait face à des difficultés, elle envisage très souvent des réductions d'effectifs. Les réductions d'effectifs sont une réalité complexe qu'il ne faut pas confondre avec la notion de licenciement. Lorsqu'elle est gérée efficacement, la réduction des effectifs peut produire des avantages économiques et organisationnels importants. La réduction des coûts de personnel a un impact positif immédiat sur les résultats de l'entreprise. À cet effet, la suppression d'emplois conduit à apprécier la performance du point de vue des actionnaires, car ils sont les propriétaires de l'entreprise.

¹ L'étude a utilisé un échantillon de 381 entreprises qui ont connu un déclin très important de leurs cours boursiers de 1979 à 1984 (176 départs de dirigeant constatés). L'observation de ces entreprises sur la période conduit à un échantillon de 587 firmes années dont 190 défaillantes et 397 non défaillantes.

2.1.2.2. Mesures financières

La restructuration financière implique l'introduction de modifications substantielles dans la structure du capital de l'entreprise en termes d'endettement. Cela vise à restaurer, maintenir la solvabilité de l'entreprise et renforcer ses fonds propres. Parmi les mesures financières, nous citons :

- **Renégociation de la dette**

Une restructuration de la dette en difficulté entraîne généralement un changement substantiel de propriété de l'entreprise. La raison principale est que la mauvaise performance a érodé la valeur des capitaux propres, de sorte que les actionnaires reçoivent souvent peu ou pas de capitaux propres dans la société réorganisée. Une grande partie des actions de l'entreprise réorganisée est distribuée à un sous-ensemble de créanciers existants, qui deviennent les nouveaux propriétaires de l'entreprise. Les dirigeants ont tout intérêt à ce que la firme poursuive son activité, car ils investissent une grande proportion de leurs actifs, en particulier de leur actif humain, dans l'entreprise.

- **L'augmentation de capital**

L'augmentation de capital est évidemment un moyen privilégié de restructuration de la structure financière. Elle a pour objectif de procurer des fonds à l'entreprise pour lui permettre d'investir et/ou de retrouver une structure financière équilibrée. Dans le cas où une entreprise se trouve en difficulté, l'augmentation de capital peut permettre des opérations de sauvetage ou de restructuration d'une firme afin de franchir un « cap difficile ».

- **Modification de la politique de dividendes**

La politique de distribution de dividendes établit les principes pour déterminer les montants qui peuvent être distribués aux actionnaires sous forme de dividende par la société et permettre à cette dernière de trouver un équilibre entre les paiements et les bénéfices non répartis, et de répondre ainsi aux besoins futurs de l'entreprise. Les dirigeants peuvent être amenés à réduire les dividendes si les résultats deviennent trop mauvais, pour tout ou partie des dividendes en vue d'investir ou de se désendetter. Différentes raisons allant du désir de restructuration (consolidation des capitaux propres) au manque de liquidité (pour payer le dividende).

2.2. Analyse théorique du lien entre la structure d'actionnariat et les mesures de restructuration

En parcourant les différentes mesures de restructuration et mécanismes visant à améliorer la performance de la firme, nous avons souligné que la restructuration de l'entreprise est l'une des stratégies qui peuvent aider les entreprises à faire face à des performances médiocres, à adopter de nouvelles opportunités stratégiques et à gagner en crédibilité sur le marché des capitaux.

Selon plusieurs auteurs, comme Shleifer et Vishny 1986 ; Bethel et Liebeskind 1993 ; Agrawal et Knoeber 1996, la concentration du capital est un élément favorable qui cherche à améliorer le niveau et la qualité du contrôle exercé par les actionnaires. La question principale qui se pose s'articule autour de la rapidité de restructuration des entreprises dont l'actionnariat est concentré par rapport aux entreprises dont l'actionnariat est dispersé. Dans le prolongement de Jensen (1989), lorsqu'un actionnaire détient une part significative du capital, il est fortement incité à investir dans le contrôle de la gestion de la firme, puisqu'il va bénéficier en grande partie des gains résultants de cette action. En revanche, dans une firme à l'actionnariat très dispersé, aucun actionnaire n'a intérêt à engager des ressources (du temps et des fonds) pour exercer un contrôle sur la gestion, car l'ensemble des propriétaires de la firme bénéficiera de cette action alors qu'il sera le seul à supporter le coût de l'investissement. On

présume que la concentration de l' actionnariat procure de meilleures incitations à la surveillance et, par conséquent, améliore la performance des entreprises.

Plusieurs études ont été consacrées à l'examen du lien entre la structure de propriété et la restructuration de l'entreprise. Lai et Sudarsanam (1997), examinent l'effet de certaines caractéristiques de l'entreprise, telles que la structure du capital au choix des stratégies de restructuration adoptées, ces auteurs constatent que les sociétés de gestion propriétaires dominées sont plus susceptibles de choisir des dépenses en capital et moins intéressées par une restructuration opérationnelle, des acquisitions et une restructuration de la gestion.

Bethel et Liebeskind (1993), de leur côté, ont travaillé sur un échantillon de 93 firmes américaines pour montrer l'influence de la structure d'actionnariat sur la renégociation de la dette. Les auteurs concluent que la structure de l'actionnariat influe sur les termes de la restructuration financière. Ils distinguent aussi trois groupes d'actionnaires : les actionnaires dirigeants, les actionnaires principaux (c'est-à-dire détenant plus de 5 % des actions) et les actionnaires institutionnels. Ces actionnaires, conformément à la théorie de l'agence, devraient être actifs, car toute dégradation des performances de l'entreprise leur serait fortement préjudiciable. Les résultats auxquels ils parviennent montrent que la possibilité de mettre en place des mesures de restructurations financières est associée positivement et significativement avec la concentration de l'actionnariat. En d'autres termes, la renégociation est facilitée par l'existence d'actionnaires majoritaires.

La relation entre la concentration de la structure actionnariale et les mesures de restructurations opérationnelles a été étudiée par Timbeau (2002) et Severin *et al.* (2003). Selon ces derniers, la concentration de la propriété semble accroître les restructurations en termes de réduction d'effectif. Concernant l'ampleur de licenciement, Severin *et al.* (2003) étudient la relation entre la concentration de la structure d'actionnariat et les mesures de restructurations et principalement les réductions d'effectif en travaillant sur un échantillon composé de 53 entreprises françaises cotées durant la période 1995-1998. Ils concluent aussi que la présence d'investisseurs institutionnels dans le capital joue positivement auprès du marché boursier lors de réductions des effectifs salariés. De plus, ils identifient un effet positif et significatif de la part du capital détenu par les actionnaires majoritaires sur la réduction des coûts en lien avec les réductions d'effectifs.

Comme déjà évoqué par Severin *et al.* (2003) dans leur étude, la structure de propriété pourrait expliquer les différences en matière de réaction du marché boursier suite aux décisions de licenciement. En examinant 136 événements de suppression d'emplois aux États-Unis entre 1989 et 1993, Pouderet *et al.* (1999) trouvent que c'est la présence des investisseurs institutionnels dans le capital qui accentue la réaction positive du marché suite à une opération de licenciement.

Les changements de la structure d'actionnariat ont un rôle significatif sur la probabilité de faillite ou de survie des entreprises. Deux types d'informations permettent de caractériser la structure de l'actionnariat : sa concentration plus ou moins forte et l'identité des principaux actionnaires. À partir de cette idée, notre intérêt est d'analyser la structure de l'actionnariat et son lien avec les mesures de restructuration prises par les entreprises en difficulté. Notre article insistera plus particulièrement sur le premier aspect de la structure d'actionnariat à savoir la concentration de l'actionnariat.

À cet égard, si nous nous plaçons dans l'hypothèse de Jensen et Meckling (1976) d'alignement des intérêts, nous pouvons former l'hypothèse suivante : **Plus l'actionnariat est concentré, plus les actionnaires seront amenés à prendre une panoplie de mesures capables de restaurer la compétitivité de la firme et sa performance, car ils obtiendront des bénéfices supplémentaires des revenus réalisés.**

La partie suivante apportera un éclairage supplémentaire sur la question de la structure d'actionnariat par le biais de la concentration d'actionnariat et son impact sur les mesures de restructuration des entreprises marocaines cotées en bourse.

3. Méthodologie de recherche

Nous présentons tout d'abord la démarche de recherche dans sa globalité (design de la recherche) (3.1). Ensuite nous aborderons la méthode de collecte des données pour déterminer notre échantillon (3.2), et enfin, nous expliquerons le choix des variables utilisées (3.3).

3.1. Design de recherche

Dans le cadre de cette étude, nous nous intéressons exclusivement à des sociétés cotées à la bourse de Casablanca qui ont connu des difficultés durant la période s'étalant entre 2015 et 2019. Le choix de la période d'étude est justifié prioritairement par les difficultés qu'ont rencontrées certains secteurs plus précisément pendant les années 2015 et 2018. Il faut se rappeler que l'année 2018 a été le théâtre de fortes secousses à la Bourse de Casablanca, particulièrement le boycott qui a affecté directement 2 valeurs cotées, mais avec des répercussions indirectes sur une grande partie du marché. Ainsi cette étude adopte un échantillon plus récent pour obtenir des preuves supplémentaires sur les difficultés rencontrées par les entreprises cotées. Le nombre d'entreprises de l'échantillon varie aux files des années selon le nombre des introductions en bourse par année.

Pour la collecte de nos données, une consultation du site web de la BVC² et celui de l'AMMC³ nous a permis de recueillir certaines données nécessaires à la mise en œuvre de la présente recherche (liste des sociétés cotées, les états financiers, la liste des variations des actions ainsi que les différentes données comptables, les cours des titres et les volumes traités, etc.). Nous sommes dirigés, ensuite, vers les communiqués de la presse publiant les informations de la bourse telle que boursenews, pour pouvoir compléter notre base de données sur les mesures de restructurations prises par les entreprises en difficulté.

Dans leurs travaux, Séverin et Dhennin (2003) ont identifié des variables capables de mesurer l'influence de la structure actionnariale sur la mesure de restructuration. Parmi ces variables, ils citent : le levier financier, la liquidité, la concentration de l'actionnariat, ainsi que les variables de contrôle.

Notre étude se concentra plus particulièrement sur la concentration d'actionnariat comme variable indépendante. Elle correspond au pourcentage total d'actions détenues par un actionnaire par rapport au nombre total d'actions de la participation de l'entreprise (ACT123).

Pour ce faire, nous tacherons d'abord de présenter notre échantillon d'étude, avant de donner un aperçu des statistiques descriptives des firmes de l'échantillon en termes de performance boursière annuelle, par la suite une analyse des résultats de la régression logistique semble primordiale pour mieux comprendre l'influence de la concentration d'actionnariat sur les mesures de restructurations engagées par les entreprises en difficulté.

3.2. Echantillon

Sur la période 2015-2019, nous avons repéré **57 entreprises cotées à la bourse de Casablanca dont la performance boursière est négative**, la performance boursière de ces entreprises est détaillée dans le tableau suivant :

²www.casablanca-bourse.com

³ www.ammc.ma

Tableau N°1 : La performance boursière des entreprises marocaines cotées à la bourse de Casablanca sur la période 2015-2019

PERFORMANCE BOURSIERE									
ENTREPRISES	2015	ENTREPRISES	2016	ENTREPRISES	2017	ENTREPRISES	2018	ENTREPRISES	2019
ALLIANCES	-85,25	CENTRALE DANONE	-49,16	AUTO HALL	-18,18	ALLIANCES	-58,33	ALLIANCES	-34,12
BALIMA	-8,57	COLORADO	-10,02	COSUMAR	-13,99	BCP	-4,76	CENTRAL DANONE	-20,68
BMCE BANK	-2,73	ZELLIDJA	-21,1	STROC INDUSTRIE	-0,4	CIMENTS DU MAROC	-2,37	CIH	-0,33
CDM	-11,86	TIMAR	-17,63	TIMAR	-31,31	DLM	-32,24	DLM	-59,34
COLORADO	-1,77	STOKVIS NORD AFRIQUE	-10,76			FENNIE BROSSETTE	-49,63	DOUJA PROM	-33,29
DOUJA PROM	-36,91	REBAB COMPANY	-10,34			IB MAROC	-42,62	IB MAROC	-37,33
FENIE BROSSETTE	-48,19	INVOLYS	-19,21			JET CONTRACTORS	-10,81	REBAB COMPANY	-13,57
IB MAROC	-45,65	JET CONTRACTORS	-18,88			MANAGEM	-46,15	RES DAR SAADA	-43,43
LABEL VIE	-11,54	FENIE BROSETTE	-12,55			MED PAPER	-36,38	SONASID	-46,12
LAFARGECIMENTS	-0,49					OULMES	-15,43	STROC INDUSTRIE	-53,08
MAGHREB OXYGEN	-49,29					RES DAR SAADA	-35,29	ZELLIDJA	-31,19
MED PAPER	-52,21					SBM BOISSONS MAR	-3,64		
REALISATIONS MECANIKES	-39,3					SM MONETIQUE	-3,02		
RISMA	-57,25					SMI	-48,83		
SAMIR	-46,97					SONASID	-33,81		
SNEP	-61,33					STOKVIS	-33,66		
SONASID	-54,84					STROC INDUSTRIE	-51,37		
SOTHEMA	-9,63					TOTAL	-49,17		
STOKVIS	-17,52								
STROC INDUSTRIE	-77,42								
TIMAR	-7,67								
ZELLIDJA	-58,41								

Source : Site de la Bourse de Casablanca

À la lueur du tableau N°1, nous pouvons avancer les constats suivants relatifs à la performance boursière durant la période 2015-2019 :

Après avoir commencé l'année sous de bons auspices, la Bourse s'est inscrite, à partir du 10 mars 2015, dans une trajectoire baissière continue et a clôturé l'exercice dans le rouge. En 2016, la Bourse des Valeurs de Casablanca s'est bien comportée, une année spectaculaire durant laquelle le marché boursier a réalisé des performances exceptionnelles. Après une année 2016 performante, le marché Actions parvient à maintenir le cap en clôturant l'exercice 2017 sous de bons auspices, et ce, malgré l'affaissement accusé durant le mois de décembre 2017. Contrairement à l'année 2018 où la Bourse de Casablanca a terminé sur un territoire rouge avec des indicateurs de la bourse de Casablanca, Masi et Madex qui ont rétrocedé plus que leurs gains pour clôturer l'année sur une note négative. La Bourse de Casablanca a achevé

l'année 2019 en bonne mine, ses deux principaux indicateurs, Masi et Madex, progressant respectivement de 7,11% et 7,43%.

L'évolution des performances boursières des entreprises en difficulté cotées en bourse pendant la période 2015-2019, nous a permis de sélectionner notre échantillon d'étude. En tenant compte du critère boursier, le premier tri nous a conduits à retenir 57 entreprises. Par hypothèse, nous nous sommes basés sur deux critères pour définir notre échantillon final :

- 1) Nous avons pris l'ensemble des entreprises sélectionnées dont les cours boursiers avaient connu **une baisse de plus de 10%** sur chacune des années⁴ ;
- 2) Les entreprises qui ont opté pour des mesures de prévention et de restructurations afin de ne pas tomber dans la faillite.

Nous avons supprimé ainsi de notre échantillon toutes les entreprises pour lesquelles nous n'avons pu obtenir aucune information par rapport aux mesures de restructurations prises. Cela nous a conduit à retenir un échantillon final de **45 entreprises**⁵.

3.3. Choix des variables

3.3.1. Variables explicatives (Concentration d'actionnariat)

Dans leurs travaux, Séverin et Dhennin (2003) ont identifié des variables capables de mesurer l'influence de la structure actionnariale sur les mesures de restructuration. Parmi ces variables, ils citent : la concentration de l'actionnariat. Compte tenu de l'objet de recherche, nous allons nous concentrer sur la concentration d'actionnariat comme variable indépendante.

La **Concentration d'actionnariat** est présentée à travers le pourcentage d'actions détenues par les trois principaux actionnaires. Elle vise à favoriser l'exercice d'un contrôle efficace par les actionnaires. La concentration du capital est un élément favorable à l'exercice d'un contrôle efficace par les actionnaires (Séverin et Dhennin, 2003). En effet, elle est caractérisée par des pourcentages importants de la détention du capital (Fama, 1980). (Variable ACT123)

3.3.2. Variables à expliquer (dépendante)

Comme nous cherchons à évaluer si les mesures de restructuration sont influencées par la structure d'actionnariat, il nous faut désormais présenter notre variable dépendante à savoir, les mesures de restructuration opérationnelles, financières et de portefeuille que nous avons retenues.

Puisque nous cherchons à étudier l'impact de la structure d'actionnariat sur les mesures de restructurations prises par les firmes en difficulté. Nous utiliserons la régression logistique, cette technique est utilisée pour des études ayant pour but de vérifier si des variables indépendantes peuvent prédire une variable dépendante dichotomique (binaire).

Notre variable dichotomique est la variable dépendante, cette dernière est égale à 1 lorsqu'une entreprise a engagé une (ou des) mesure(s) de restructuration et à 0 dans le cas contraire.

Le modèle utilisé est représenté de la manière suivante :

$$MR=C+b_1X_1+b_2X_2+ \dots + b_nX_n+ \epsilon$$

Avec, **MR** : La variable binaire (Mesure de Restructuration)

C : Constante(**b0**)

b1,b2,b3 : Coefficients du modèle

X1, X2,X3 : les variables indépendantes.

⁴Nous considérons que lorsque cette valeur est inférieure à -10%, l'entreprise est en difficulté.

⁵ Notre choix s'est basé aussi sur les entreprises qui ont fait appel à des mesures de restructurations pour assurer la poursuite de leur activité dans les conditions les moins préjudiciables à l'environnement économique.

Le sens des coefficients nous renseigne sur la relation entre les variables indépendantes et la variable dépendante, où la variable dépendante est dichotomique et nous indiquent le montant de l'augmentation (ou de la diminution, si le signe du coefficient est négatif) dans le log des probabilités prédites.

4. Résultats et discussions

De ce qui suit, nous procéderons à des statistiques descriptives (4.1), ensuite, nous analyserons les résultats de la régression logistique réalisée par nos soins avec les logiciels SPSS (version 25.0) et EXCEL, pour déterminer la nature du lien entre nos variables (4.2).

4.1. Statistiques descriptives

Pour rendre compte de l'importance des difficultés rencontrées par la firme, nous avons repris la variation de la performance boursière durant l'année de détresse. La performance boursière annuelle de notre échantillon sur la période 2015-2019 est présentée à travers les statistiques descriptives suivantes :

Tableau N°2 : Les statistiques descriptives des firmes de l'échantillon en termes de performance boursière annuelle durant la période 2015-2019

	N	MOYENNE	MEDIANE	MAX	MIN
2015	16	-47,12	-48,19	-11,54	-85,25
2016	2	-29,59	-29,59	-10,02	-49,16
2017	3	-21,16	-18,18	-13,99	-31,31
2018	14	-38,84	-39,5	-10,81	-58,33
2019	10	-37,22	-35,73	-13,57	-59,34
TOTAL	45	-34,78	-35,725	-10,02	-85,25

Source : Elaboré par nos soins à l'aide du logiciel Excel

Nous observons que la moyenne de la baisse du cours boursier se situe entre -21,16 % (2017) et 47,12 % (2015). La chute moyenne du cours boursier de l'ensemble de notre échantillon correspond à -34,78 %.

4.1.1. Variable indépendante (la concentration d'actionnariat)

La **Concentration d'actionnariat** est présentée à travers le pourcentage d'actions détenues par les trois principaux actionnaires. Elle vise à favoriser l'exercice d'un contrôle efficace par les actionnaires.

Tableau N° 3 : Les statistiques descriptives des firmes de l'échantillon en termes de concentration d'actionnariat

Variable indépendante	Moyenne	Médiane	Maximum	Minimum
ACT123 (%)	91,07	95,96	100,00	48,85

***ACT123** : Pourcentage de détention des actions par les trois premiers actionnaires

Source : Elaboré par nos soins

En parcourant les résultats du tableau N°3, nous remarquons une forte concentration de l'actionnariat caractérise les entreprises marocaines cotées en bourse puisque le pourcentage moyen détenu par les trois principaux actionnaires est de 91 %.

4.1.2. Variable dépendante (les mesures de restructuration initiées par les entreprises en difficulté)

Comme nous l'avons déjà souligné dans notre partie théorique, le mot restructuration est complexe, car plusieurs définitions y sont proposées. En effet, la restructuration tente de devenir une pratique courante pour les firmes en difficulté.

Dans le tableau N°4, nous avons regroupé toutes les entreprises déjà citées qui ont connu des difficultés durant la période 2015-2019, tout en précisant les mesures de restructurations choisies par chaque entreprise.

Tableau N°4 : La nature des mesures de restructuration initiées par les entreprises de notre échantillon

<i>Mesures de restructuration employées</i>	<i>Entreprises concernées</i>	<i>Commentaires</i>
Mesures financières : - Actions financières - Réorganisation de la dette - Augmentation de capital - Politique des dividendes	ADI, LBV, TIM, ATH, MNG, MDP, CDM, SNA, IBMC, ADH, SRM, REB, RDS, ZDJ, JET, MOX, SNP, SMI	L'augmentation de capital constitue la mesure la plus utilisée par les entreprises en difficulté, l'augmentation de capital aurait des effets positifs sur certaines entreprises. Elle permet d'éviter la liquidation en remboursant les dettes. Elle contribue à maintenir la pérennité et la continuité de l'exploitation des activités de l'entreprise.
Mesures opérationnelles et organisationnelles : - Réorganisation de l'entreprise - Réduction des couts - Licenciement/ Réduction d'effectifs	SID, IBMC, COL, FBR, OUL, RDS, SNA, CLT, ADI, TMA.	IB MAROC, la seule entreprise qui a opté pour la réduction d'effectif comme mesure de restructuration organisationnelle.
AUTRES (plan de sauvegarde, fusion)	DLM, STR, SID, RIS, SAM, CSR.	Comme déjà mentionné plus haut, Delattre levivier et Stroc industrie sont placées sous sauvegarde judiciaire.

Source : Elaboré par nos soins

Trois sociétés de notre échantillon ont utilisé l'ensemble des mesures financières et opérationnelles à savoir : Alliances, IB MAROC, ResDarSaada. A cet effet, nous remarquons que les entreprises en difficulté utilisent non pas une seule mesure, mais le plus souvent une plusieurs mesures à la fois visant à restaurer leur compétitivité et afin de retrouver la croissance et de la création de valeur nécessaires à la restauration de la compétitivité.

4.2. Résultats de la régression logistique et discussions

Dans cet article, nous cherchons à étudier si la concentration d'actionnariat influe positivement ou négativement sur la probabilité qu'une entreprise ait engagé telle ou telle mesure de restructuration.

À cet effet, l'équation de notre modèle s'écrit :

$$MR = C + b_1 ACT123 + \varepsilon$$

Avec ; **MR** : La variable binaire (Mesure de Restructuration)

C : Constante, **b1** : Coefficient, et **ACT123** : Concentration de l'actionnariat

Tableau N°5 : Résultats de la régression logistique ⁶

Equation	Constante	b1*ACT123
Mesures de restructurations prises		
Mesures opérationnelles		
LR= 1, 465	-4,503	4,026
Signif.=0,014*	« 1,749 »	« 1,223 »
Mesures financières		
LR=0,027	0,358	-0,442
Signif.=0,882 (NS)	« 0,021 »	« 0,027 »
Autres (mesures de portefeuille)		
LR=1,115	1,527	-3,240
Signif.=0,000	« 0,319 »	« 1,158 »

* significatif à 5%

Source : Etabli par nos soins à l'aide du logiciel SPSS

Le tableau N°5 ci-dessus, résume le modèle complet que nous avons spécifié dans la commande de régression logistique (SPSS) et présente les résultats de la régression logistique effectuée entre notre variable indépendante (concentration d'actionariat) et la variable binaire (mesure de restructuration). Ces résultats nous renseignent sur la relation entre la variable indépendante et la variable dépendante, où la variable dépendante est sur l'échelle logit. Parmi les ratios et les tests du modèle, nous trouvons :

-LR (likelihood ratio) est le ratio de vraisemblance. L'amélioration du modèle est donc calculée à partir de la probabilité $-2\log$ de base ($-2LL$), ce ratio illustre la différence au carré entre le modèle de base et le modèle avec un ou plusieurs prédicteur (s). On reprend la valeur de ce ratio :

$$LR=X^2 = 2 (LL \ll \text{modèle} \gg - LL \ll \text{base} \gg)$$

D'après les résultats de SPSS :

LR (OP)=55,799 – 54,334 = 1,465

LR (FIN)=62,361- 62,334 = 0,027

LR (AUTRES)=45,036- 43,921 = 1,115

- En dessous de chaque valeur des coefficients, se trouve entre parenthèses la statistique de Wald. Elle occupe la même fonction que le test-t dans la régression. Elle indique si chaque coefficient (b) contribue significativement à l'amélioration du modèle, si sa valeur est différente à 0.
- Les régressions logistiques faites sur les mesures opérationnelles reprennent à la fois les licenciements, les réductions de coûts et les désinvestissements. Les régressions logistiques réalisées sur les mesures de restructuration financière tiennent compte des actions financières, des renégociations de la dette, de la baisse des dividendes et des augmentations de capital et les régressions logistiques faites sur les autres types de mesures correspondent aux opérations de fusion et des plans de sauvegarde.

⁶Toutes les régressions logistiques sont faites à partir des mesures de restructuration engagées en N et N+1 (avec N = année de la détresse).

À la lueur du tableau, nous remarquons que les équations nous permettent de répondre à notre hypothèse. On observe que la concentration de l'actionnariat (variable ACT123) semble favoriser les mesures opérationnelles (coefficients de 4,026 et de 0,014 significatifs à 5 %). À l'inverse, la concentration de l'actionnariat influe négativement et significativement sur les mesures financières et sur les autres mesures (-0,442 et -3,240 respectivement). Ce résultat infirme notre hypothèse et remet en question le fait que la concentration de l'actionnariat soit un élément favorable au contrôle efficace de la firme par les actionnaires.

De ce qui précède, nous concluons que les tests statistiques confirment notre hypothèse qui stipule que plus l'actionnariat est concentré, plus les actionnaires vont engager des mesures de restructuration. Ces résultats corroborent aussi avec les conclusions de Bethel et Libeskind (1993), qui ont travaillé sur un échantillon de 93 entreprises survivantes du Fortune 500 au cours de la période 1981-87.

Nos résultats rejoignent aussi ceux de l'étude effectuée par Timbeau (2002) et Severin *et al.* (2003), ces derniers ont montré que la concentration de la structure actionnariale semble accroître la mise en place des restructurations des entreprises. Ils identifient également un effet positif et significatif de la part du capital détenu par les actionnaires majoritaires sur la réduction des coûts en lien avec les réductions d'effectifs. De plus, ces résultats vont dans le même sens aussi que ceux trouvés par Norazlan *et al.* (2010) qui trouvent que la concentration de la structure d'actionnariat renforce la relation entre la performance des firmes et la réduction des effectifs salariés.

In fine, cette présentation sommaire de la régression logistique nous a permis de montrer que les actionnaires détenant une part suffisante de capital influencent positivement et favorablement les mesures opérationnelles. En revanche, le rôle de la concentration d'actionnariat apparaît plus brouillé pour les mesures financières et les autres mesures de portefeuille.

5. Conclusion

L'objectif de cet article est de présenter de manière concrète et synthétique les mesures qui permettent aux dirigeants d'entreprises en difficulté financière de sauver leur entreprise, mais aussi les risques qu'ils encourent et, pour finir, sa relation avec la concentration de l'actionnariat.

Nous avons montré que le concept d'une entreprise en difficulté est très vaste et difficile à cerner. L'entreprise est sujette à de nombreuses difficultés qui peuvent provenir de son environnement intérieur ou extérieur, voire les deux simultanément. Pour cela, les dirigeants doivent les anticiper à travers les moyens de prévention, pour pouvoir les détecter et les résoudre afin de ne pas sombrer dans un processus de défaillance et d'éviter la faillite.

À cet effet, les entreprises en baisse de performance ont recours à diverses stratégies de restructuration pour faire face à la situation. La motivation d'une entreprise à s'inscrire à un programme de restructuration est de préserver sa valeur intrinsèque, de résoudre ses difficultés financières et de rechercher de nouvelles opportunités stratégiques, tandis que l'objectif immédiat de la restructuration est d'améliorer ses résultats opérationnels et sa solvabilité.

Les résultats des études antérieures tels que les études de Timbeau (2002) et Severin *et al.* (2003), montrent que la structure de l'actionnariat d'une entreprise est susceptible d'influencer la mise en œuvre des mesures de restructuration en son sein. À cet effet, les actionnaires peuvent faire pression sur la direction pour qu'elle entreprenne des mesures de restructuration afin d'améliorer la performance de la firme. Les créanciers peuvent également exiger des mesures correctives, notamment en cas de violation des clauses restrictives. Cependant, même pour ceux qui sont capables de mettre en œuvre des stratégies de restructuration, rien ne garantit que ces stratégies soient couronnées de succès.

Nous concluons que les entreprises en difficulté utilisent non pas une seule mesure, mais le plus souvent une panoplie de mesures visant à restaurer leur compétitivité. Il y a donc souvent une complémentarité entre les différentes mesures déjà citées.

Plusieurs voies d'amélioration et d'analyses complémentaires sont possibles dans le prolongement de cette recherche. En complément de la concentration d'actionnariat, la nature des actionnaires peut aussi influencer la réaction du marché suite à l'utilisation de certaines mesures de restructuration. Une analyse complémentaire de la nature d'actionnariat constitue une voie d'amélioration et permettrait d'affiner l'interprétation des résultats.

Références :

- (1) Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantitative analysis*, 377-397.
- (2) Alexander, H. et Paquerot M.,(2000). Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants”, *Finance, Contrôle, Stratégie*, 3(2), 5-29.
- (3) Alias, N., Yaacob, M. H., & Jaffar, N. (2017). Governance structure, corporate restructuring and performance. *Polish Journal of Management Studies*, 15.
- (4) Bethel, J. E., & Liebeskind, J. (1993). The effects of ownership structure on corporate restructuring. *Strategic Management Journal*, 14(S1), 15-31.
- (5) Daigne, J. F. (1991). Le management en période de crise: aspects stratégiques, financiers et sociaux.
- (6) Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.
- (7) Gibbs, P. A. (1993). Determinants of corporate restructuring: The relative importance of corporate governance, take over threat, and free cash flow. *Strategic Management Journal*, 14(S1), 51-68.
- (8) Gilson, S. C. (1989). Management turnover and financial distress.
- (9) Gilson, S. C. (1990). Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default. *Journal of financial economics*, 27(2), 355-387.
- (10) Heyer, É., & Timbeau, X. (2002). Le chômage structurel à 5% en France?. *Revue de l'OFCE*, (1), 115-151.
- (11) J.M. Daunigeau (1969). Les entreprises en difficulté. Edition revue banque.
- (12) Jensen, M. C. (1989). Active investors, LBOs, and the privatization of bankruptcy.
- (13) Koh, S., Durand, R. B., Dai, L., & Chang, M. (2015). Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring. *Journal of Corporate Finance*, 33, 19-33.
- (14) Labadi, M., & Nekhili, M. (2012). Structure de propriété et partage de la valeur ajoutée: application aux entreprises françaises non financières du SBF120. *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, (12).
- (15) Lai, J., & Sudarsanam, S. (1997). Corporate restructuring in response to performance decline: Impact of ownership, governance and lenders. *Review of Finance*, 1(2), 197-233.
- (16) Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- (17) Meziane S, (2008). Diagnostic et Redressement des Entreprises en difficulté. Société Inter Bancaire de Formation, Alger, Mémoire de fin d'études.
- (18) Mokaya, J. (2016). The Effect of Corporate Restructuring on Company Performance: A Case Study of East African Breweries Limited (Eabl) (Doctoral dissertation, United States International University-Africa).

- (19) Ofek, E. (1993). Capital structure and firm response to poor performance: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 34(1), 3-30.
- (20) Pouders, R., Cantrell, R. S., & Kulkarni, S. P. (1999). The influence of corporate governance on investor reactions to lay off announcements. *Journal of Managerial Issues*, 475-492.
- (21) Prunier Régis, Mourel Patrick. (1996). *L'ingénierie financière dans la relation banque entreprise*, Economica, Paris.
- (22) Sassenou, M., & Vai, C. (1995). Motivations économiques et financières des augmentations de capital: Une étude empirique sur le marché français. *Revue d'économie financière*, 209-227.
- (23) Scoyez-Van Poppel, S., & Severin, E. (2001). Les mesures de restructuration comme sources de restauration de la compétitivité et de la performance des entreprises : une première approche qualitative-inductive. In *Conférence de l'AIMS*.
- (24) Séverin, É. (2006). La renégociation financière des entreprises en difficulté. *Revue française de gestion*, (7), 33-49.
- (25) Séverin, É., & Dhennin, S. (2003). Structure du capital et mesures de restructuration. *Finance Contrôle, Stratégie*, 6(1), 155-186.
- (26) Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- (27) Wruck, K. H. (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of financial economics*, 27(2), 419-444.