

Received: 12-10-2024 | Approved: 28-11-2025 | DOI: <https://doi.org/10.23882/emss25231>

Gouvernance des caisses de retraite marocaines à l'épreuve : Analyse empirique de l'efficacité des conseils d'administration

Governance of Moroccan Pension Funds: An Empirical Assessment of Board Effectiveness

Hanane El Amraoui

CReSC Laboratory, HEC Rabat Business School

(hanane.elamraoui@hec.ac.ma)

Said Hinti

Faculty of Legal, Economic and Social Sciences – Souissi

Mohammed V University – Rabat

Research Laboratory on Economic Competitiveness and Managerial Performance

(LARCEPEM)

(sdhinti@yahoo.fr)

Résumé :

Face au vieillissement démographique mondial et aux tensions financières croissantes sur les systèmes de retraite, la gouvernance des fonds de pension s'impose comme un levier essentiel pour garantir leur viabilité et leur performance. Au Maroc, cette problématique revêt une importance particulière dans un contexte marqué par une pluralité institutionnelle et des défaillances révélées dans la gestion de certaines caisses. Dans ce cadre, cette étude s'intéresse à l'efficacité des conseils d'administration des principales caisses de retraite marocaines en analysant les facteurs susceptibles de l'influencer.

L'objectif est de mesurer empiriquement comment les caractéristiques structurelles, démographiques et financières des caisses affectent la qualité de gouvernance de leurs conseils. Pour ce faire, un indice composite original – l'Indice de Gouvernance des Caisses Marocaines (IGCM) – a été construit, basé sur trois dimensions : intégrité, engagement et compétence. L'analyse porte sur un panel de données couvrant quatre caisses majeures sur une période de 20 ans (2000–2020), à l'aide de régressions linéaires. Les résultats montrent que la taille de la caisse, son statut juridique, sa gestion interne des placements et sa solidité financière sont significativement associés à une meilleure gouvernance. Cette étude contribue à la littérature sur la gouvernance des fonds de pension en contexte émergent, en proposant un cadre d'analyse rigoureux et un outil de mesure transférable.

Mots clés : Caisses de retraite, Efficacité des conseils d'administration, Gouvernance d'entreprise, Problèmes d'agence.

Abstract:

In the context of global population ageing and increasing financial pressures on pension systems, the governance of pension funds has become a critical lever for ensuring their sustainability and performance. In Morocco, this issue takes on particular significance within a framework characterized by institutional plurality and recurrent deficiencies observed in the management of certain funds. Within this perspective, the present study examines the effectiveness of the boards of directors of Morocco's main pension funds by analyzing the factors that may influence it.

The objective is to empirically assess how the structural, demographic, and financial characteristics of these funds affect the quality of governance of their boards. To this end, an original composite index — the Governance Index of Moroccan Pension Funds (IGCM) — was developed, encompassing three dimensions: integrity, commitment, and competence. The empirical analysis is based on a 20-year panel dataset (2000–2020) covering four major pension funds and estimated through linear regression models.

The results indicate that fund size, legal status, internal investment management, and financial soundness are significantly associated with higher levels of governance quality. This study contributes to the growing body of literature on pension fund governance in emerging economies by proposing a rigorous analytical framework and a transferable measurement tool.

Keywords: Pension funds; Board effectiveness; Corporate governance; Agency problems.

1. Introduction

La question de la viabilité des retraites revêt une importance mondiale croissante en raison du vieillissement démographique. En effet, la population active croît désormais plus lentement que la population âgée, posant le problème du financement des pensions dans de nombreux pays. Les caisses de retraite jouent un rôle économique et social majeur, en gérant des montants considérables d'actifs – souvent plus de 80% du PIB national en moyenne – qu'elles investissent afin de servir les prestations dues aux retraités (HCP, 2017). Assurer une gestion efficace de ces fonds est donc crucial pour la pérennité des systèmes de retraite. Outre l'action des pouvoirs publics via des réglementations prudentielles, la gouvernance interne de chaque caisse, incarnée par son conseil d'administration (CA), est primordiale pour garantir la performance et la sécurité financière des régimes. Le conseil d'administration d'une caisse de retraite agit en effet comme le gardien des intérêts des parties prenantes (affiliés cotisants et bénéficiaires) en contrôlant les décisions de la direction et en contribuant à la définition de la stratégie de

l'organisme. Comme le soulignent Zahra et Pearce (1989), il existe une prise de conscience ancienne de la nécessité de mieux comprendre comment les conseils peuvent améliorer leur efficacité en tant qu'instruments de gouvernance d'entreprise. Dans le contexte des caisses de retraite, l'efficacité du conseil d'administration – c'est-à-dire sa capacité à exercer pleinement ses rôles de direction et de contrôle – constitue un enjeu central de bonne gouvernance auquel il convient d'accorder une attention particulière.

Malgré les réformes et initiatives réglementaires des deux dernières décennies, de nombreuses faiblesses de gouvernance subsistent dans le secteur des retraites, y compris au Maroc. Depuis les années 2000, plusieurs scandales ont mis en lumière des défaillances majeures. Au Maroc, l'affaire de la CNSS en 2002 – impliquant corruption, détournement de fonds, falsification de documents et dépassement de mandat en l'absence totale de contrôle public – a révélé de graves manquements dans la surveillance des gestions de caisses. À l'international, on peut citer l'affaire Swissfirst en Suisse (impliquant des conflits d'intérêts dans la gestion de fonds de pension), les démissions de 2004 à la TIAA-CREF aux États-Unis¹ pour cause de conflits d'intérêts, ou encore des problèmes de gouvernance dans des fonds publics régionaux (San Diego, New Jersey, New York). Ces exemples illustrent l'importance critique d'une bonne gouvernance interne pour les fonds de pension, afin d'éviter les dérives et de protéger les droits des cotisants et bénéficiaires. Diverses enquêtes internationales confirment d'ailleurs que les déficits de ressources et de compétences, ainsi que le manque d'engagement des administrateurs, figurent parmi les obstacles les plus fréquents à une gouvernance efficace des régimes de retraite. Ceci renforce la pertinence de la problématique de l'efficacité des conseils d'administration des caisses de retraite, au cœur de la présente étude.

La préoccupation majeure de notre recherche est de déterminer les facteurs qui déterminent et façonnent cette efficacité. Autrement dit, notre objectif principal est d'analyser les sources potentielles de l'efficacité des conseils des caisses de retraite marocaines. Il s'agit d'une des premières études focalisées sur la gouvernance interne des caisses de retraite au Maroc, que nous résumons par la question centrale de recherche suivante :

« Dans quelle mesure les caractéristiques structurelles, démographiques et financières d'une caisse de retraite marocaine impactent-elles l'efficacité de son conseil d'administration en termes d'intégrité, d'engagement et de compétence des administrateurs ? »

¹ Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund

Cette question centrale se décline en trois interrogations spécifiques correspondant aux différents types de caractéristiques de la caisse étudiée :

- *Dans quelle mesure les caractéristiques structurelles de la caisse impactent-elles l'efficacité du conseil d'administration ?*
- *Dans quelle mesure les caractéristiques démographiques de la caisse impactent-elles l'efficacité du conseil d'administration ?*
- *Dans quelle mesure les caractéristiques financières de la caisse impactent-elles l'efficacité du conseil d'administration ?*

Pour répondre à ces questions, nous adoptons une démarche hypothético-déductive ancrée dans un paradigme positiviste, mobilisant des méthodes quantitatives pour tester empiriquement des hypothèses causales préétablies. Notre recherche s'articule en deux étapes principales : (i) une analyse documentaire approfondie de la littérature sur la gouvernance des caisses de retraite, afin de construire un modèle théorique et de formuler des hypothèses, et (ii) une étude empirique longitudinale sur données marocaines couvrant une période de 20 ans. La première étape a consisté en une revue critique des travaux académiques traitant des mécanismes de gouvernance d'entreprise et de fonds de pension, en particulier autour des problèmes d'agence propres aux fonds de retraite (impliquant le conseil, l'employeur-sponsor et les gestionnaires d'actifs). Elle se focalise sur les principales théories pertinentes – notamment la théorie de l'agence, la théorie de l'intendance, la théorie de la dépendance aux ressources et la théorie des parties prenantes – afin de poser les fondements conceptuels d'un modèle d'efficacité des conseils. La seconde étape porte sur un échantillon de quatre caisses de retraite marocaines (représentant l'essentiel du secteur) – deux caisses publiques de base, une caisse publique complémentaire et une caisse privée mutualiste – correspondant à sept régimes de retraite. Les données annuelles ont été collectées dans les rapports officiels de ces caisses et autres sources sur la période 2000–2020, puis exploitées à l'aide de tests de régression pour expliquer la relation entre les caractéristiques propres aux caisses (variables indépendantes X) et l'efficacité de leur conseil d'administration (variable dépendante Y). L'efficacité des conseils a été mesurée à travers un indice composite original – l'IGCM (Indice de Gouvernance des Caisses Marocaines) – spécialement conçu pour le contexte étudié. Cet indice agrège plusieurs critères de bonne gouvernance du conseil en trois dimensions (intégrité, engagement et compétence des administrateurs) reflétant l'efficacité du conseil.

2. *Cadre théorique*

Pour analyser l'efficacité des conseils d'administration, nous mobilisons plusieurs grands courants théoriques de la gouvernance d'entreprise et des organisations :

- Théorie de l'agence : d'après Jensen et Meckling (1976), les administrateurs agissent en tant qu'agents des parties prenantes (actionnaires, affiliés cotisants et bénéficiaires). Le conseil doit mettre en place des mécanismes de contrôle pour atténuer les conflits d'intérêts entre dirigeants et détenteurs d'enjeux. Une gouvernance efficace passe ainsi par une surveillance active du management (contrôles internes, audits, codes de déontologie, etc.) et par une rémunération alignée sur les objectifs de long terme.
- Théorie de l'intendance (stewardship)² : en alternative, cette théorie considère que les administrateurs peuvent être naturellement enclins à servir les intérêts de l'organisation et de ses membres, réduisant ainsi le besoin de contrôles formels. Dans cette perspective, les conseils efficaces favorisent la motivation intrinsèque des dirigeants par la confiance et la délégation stratégique.
- Théorie des ressources (Pfeffer & Salancik, 1978) : le conseil peut être vu comme une source de ressources (expertise, réseaux, capitaux symboliques) pour l'organisation. Sa composition et son expérience (anciens responsables, compétences sectorielles) influencent la capacité de la caisse à mobiliser ces ressources. Un conseil efficace est alors celui qui apporte des compétences pertinentes (expertise en investissement, en éthique, en gestion) et une diversité de points de vue (représentation mixte employeurs/employés, parité, etc.).
- Théorie des parties prenantes (stakeholder) : elle souligne que le conseil doit équilibrer les intérêts des différentes parties prenantes (cotisants, retraités, État, employés). Des structures de représentation paritaire et des processus transparents renforcent la légitimité du conseil. Selon Freeman (1984), la prise en compte de l'ensemble des acteurs clés, ainsi qu'une gouvernance participative, améliorent la responsabilité du conseil vis-à-vis de la mission sociale de la caisse.

Ces approches fournissent un cadre conceptuel pour formuler nos hypothèses : nous nous attendons par exemple à ce que des caisses plus grandes, mieux dotées en ressources (financières et humaines), ou ayant des statuts organisationnels clairs (par exemple structures multi-employeurs cohérentes), disposent de conseils d'administration plus « efficaces ». Inversement, un état juridique rigide ou un âge trop avancé du conseil pourraient freiner l'efficacité. Le modèle théorique repose également sur l'idée qu'un conseil efficace doit se traduire par des indicateurs tangibles de bonne gouvernance

² Voir par exemple Donaldson et Davis, 1994.

(intégrité des décisions, engagement dans la supervision, compétences techniques appropriées). Nous confrontons ces prédictions aux données empiriques marocaines, en nous appuyant sur les hypothèses détaillées plus loin.

3. Revue de la littérature empirique

La gouvernance des caisses de retraite reste un domaine de recherche relativement nouveau comparé à la gouvernance des entreprises. La littérature empirique dédiée aux fonds de pension a émergé progressivement, souvent à partir de la fin des années 1990 et surtout dans les années 2000, portée par la montée en puissance des investisseurs institutionnels. Un certain nombre d'études ont examiné l'effet de la gouvernance des fonds de pension sur leur performance financière, la gestion des actifs ou le niveau des coûts.

Plusieurs travaux fondateurs ont souligné l'importance de la gouvernance interne pour améliorer les résultats des fonds de pension. Par exemple, Ambachtsheer *et al.* (1998) ont montré que les fonds de pension bien gouvernés – évalués à travers un indice de pratiques de gouvernance – tendent à obtenir de meilleures performances ajustées du risque que les autres. Ces auteurs ont parlé d'un « déficit de gouvernance » persistant dans l'industrie des fonds de pension, c'est-à-dire un écart entre les meilleures pratiques théoriques et la réalité observée, écart qu'ils jugeaient en 2008 encore bien présent dans de nombreux fonds. Par ailleurs, des enquêtes internationales (telles que celle d'Ambachtsheer *et al.*, 2015) confirment qu'une part non négligeable des fonds n'atteignent pas un niveau satisfaisant sur divers critères de gouvernance (compétence des administrateurs, clarté des objectifs d'investissement, alignement des intérêts, etc.).

Plus spécifiquement, concernant la composition des conseils de fonds de pension, une étude de Harper (2008a) sur les fonds publics américains a analysé l'effet de la proportion d'administrateurs internes/externe et de la présence de différents groupes (représentants des salariés, retraités, experts) sur la performance d'investissement. Elle a conclu qu'aucune composition type ne garantissait à elle seule une performance supérieure, mais a insisté sur la nécessité d'une représentation équilibrée des parties prenantes combinée à des compétences financières suffisantes – ce qui rejoint la notion de double exigence de légitimité et de technicité du conseil. De même, une analyse du Center for Retirement Research (CRR, 2019) a abouti à la construction d'un indice d'efficacité du conseil pour les fonds publics, intégrant des éléments tels que la taille du conseil, la durée des mandats, les qualifications des membres, l'existence de comités, etc. Les chercheurs ont mis en

évidence une relation positive entre cet indice de gouvernance et les performances financières à long terme des fonds : une augmentation d'un point du score du conseil corrélait avec +0,14% de rendement annuel sur 10 ans. Ils en concluent que l'efficacité du conseil résulte d'une vue holistique combinant de multiples facteurs, plutôt que d'un seul attribut isolé (par exemple seulement la taille ou seulement le statut des administrateurs).

Concernant le rôle des conseils dans les décisions d'investissement des fonds de pension, des recherches récentes apportent des éclairages intéressants. Bregnard & Salva (2022) ont étudié l'effet de la gouvernance des conseils sur l'allocation d'actifs de 169 fonds de pension suisses. Leurs résultats montrent que les fonds dotés de conseils « bien gouvernés » (selon un ensemble d'attributs comparables à ceux de notre IGCM) présentent une meilleure diversification internationale, moins de liquidités inutilisées et, lorsqu'ils sont de petite taille, une allocation plus risquée (davantage d'actions) propice à de meilleurs rendements sur le long terme. En particulier, la présence d'une politique de placement formalisée et exhaustive établie par le conseil est associée à une part plus élevée d'actions et d'investissements étrangers, et à moins de trésorerie dormante, ce qui suggère que ce document stratégique reflète l'expertise financière du conseil et facilite ses décisions d'investissement. De plus, la présence d'experts financiers externes au service du conseil (par exemple dans les comités) est corrélée à une réduction des avoirs en liquidités, traduisant une utilisation plus efficiente des ressources du fonds. Ces résultats confirment l'idée qu'au-delà des résultats financiers directement mesurables, une bonne gouvernance du conseil se manifeste dans la qualité des processus de décision (ici l'allocation stratégique) et dans la capacité à mobiliser de l'expertise, deux dimensions qui figurent également dans notre cadre d'analyse.

Enfin, il convient de mentionner l'étude doctorale de Bregnard (2018), qui fait directement écho à notre problématique et dont nous nous sommes inspirés. Menée sur les caisses de pension en Suisse, elle a élaboré un indice d'efficacité des conseils et examiné les déterminants de cette efficacité sur un grand échantillon de fonds. Bregnard trouve que peu de variables structurelles sont finalement associées à une bonne gouvernance, la taille du fonds s'avérant de loin la variable explicative la plus importante de la dispersion d'efficacité entre conseils, devant d'autres facteurs comme le statut (public/privé) ou la présence d'un sponsor unique. Ses résultats indiquent que les plus grands fonds tendent à avoir des conseils plus intègres, engagés et compétents, et que la

taille « compte » au-delà d'autres sources potentielles de variation. Cette observation, également faite par Ambachtsheer *et al.* (2008) et corroborée par plusieurs études (Dyck & Pomorski, 2011; Bikker *et al.*, 2012), s'explique par les économies d'échelle et de moyens dont bénéficient les grands fonds, leur permettant de mieux mettre en œuvre les bonnes pratiques de gouvernance (formation des administrateurs, systèmes d'information, conseils d'experts, etc.).

En définitive, la littérature récente met en exergue plusieurs points clés: (a) l'importance déterminante de la taille du fonds sur la qualité de gouvernance de son conseil, en particulier dans les secteurs fragmentés; (b) la nécessité d'une combinaison de compétences et de représentativité au sein du conseil pour garantir son efficacité – ni l'un sans l'autre; (c) l'impact tangible d'un conseil efficace sur les décisions stratégiques du fonds (allocation d'actifs, frais de gestion), et donc in fine sur ses performances ; (d) l'utilité de construire des mesures synthétiques de la gouvernance du conseil (board scorecards) pour évaluer et comparer les fonds, approche que nous avons adoptée via l'IGCM. Ces constats orientent la formulation de nos hypothèses de recherche et la sélection des variables clés testées empiriquement, comme décrit dans la section suivante.

4. Hypothèses et modèle de recherche

L'examen de la littérature empirique met ainsi en lumière les principaux déterminants de l'efficacité des conseils d'administration des caisses de retraite. Ces travaux, en identifiant les variables ayant un effet mesurable sur la gouvernance et l'efficacité des conseils de caisses, offrent un cadre conceptuel solide pour formuler les hypothèses de la présente recherche, qui fourniront le cadre nécessaire pour étudier la relation entre les caractéristiques structurelles, démographiques et financières et l'efficacité des conseils d'administration des caisses de retraites. Les hypothèses de l'étude sont les suivantes :

Premièrement, les variables structurelles sont l'un des facteurs très importants de l'efficacité du conseil d'administration traditionnellement discutés dans la littérature. Par conséquent, la première hypothèse peut être déterminée comme suit :

H1 : Les caractéristiques structurelles des caisses impactent l'efficacité des conseils d'administration.

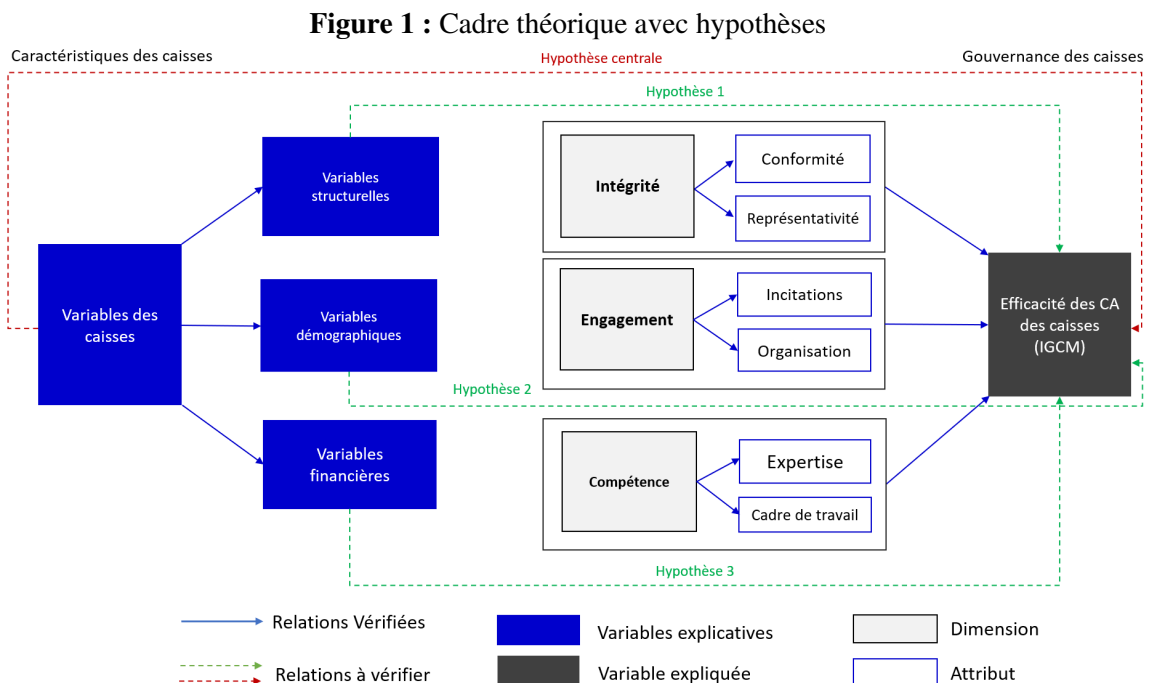
Deuxièmement, les variables démographiques qui indiquent sur la taille et l'âge de la caisse et qui sont classées l'un des facteurs les plus pertinents de l'efficacité du conseil d'administration font l'objet de la deuxième hypothèse :

H2 : Les caractéristiques démographiques des caisses impactent l'efficacité des conseils d'administration.

Troisièmement, Les caractéristiques financières, notamment, le résultat net et le fonds de réserves, qui peuvent informer sur les capacités financières de la caisse à investir dans les normes de bonne gouvernance, permettent de formuler la troisième hypothèse de l'étude :

H3 : Les caractéristiques financières des caisses impactent l'efficacité des conseils d'administration.

Ainsi, les différentes hypothèses discutées ci-dessus sont reprises dans le schéma suivant pour compléter la compréhension du cadre théorique :



Source : Elaboré par les chercheurs.

Il ressort de ce schéma explicatif deux hypothèses, une hypothèse nulle et l'hypothèse de la recherche :

- i. **L'hypothèse nulle H0** : Les caractéristiques de la caisse n'impactent pas l'efficacité des conseils d'administration ;
- ii. **L'hypothèse de recherche H1** : Les caractéristiques de la caisse impactent l'efficacité des conseils d'administration.

Par ailleurs, le tableau 1 ci-dessous articule pour chaque variable explicative le fondement théorique mobilisé et le mécanisme attendu d'influence sur l'efficacité du conseil. Il établit ainsi le lien causal entre cadre théorique et spécification empirique, facilitant l'interprétation des tests des hypothèses :

Tableau 1 : Lien entre variables explicatives et apports théoriques

Catégorie	Variable	Théorie mobilisée	Mécanisme théorique	Hypothèse
Structurelle	Forme juridique	Agence ; Stakeholder	Cadre public → obligations de transparence, paritarisme, contrôle externe → renforce intégrité et légitimité.	H1
	Forme administrative	Stakeholder ; Dépendance aux ressources	Multi-employeur → représentation diversifiée, meilleure légitimité et accès aux réseaux/ressources ; mais coordination plus complexe.	
	Type de régime	Agence ; Stewardship	Régimes à prestations définies → pression sur gestion (risque / obligation) → peut renforcer gouvernance mais accroître conservatisme.	
	Mode de fonctionnement (répartition vs capitalisation)	Agence ; Dépendance aux ressources	Capitalisation → gestion d'actifs plus active → besoin d'expertise au CA ; répartition → enjeux politiques plus forts.	
	Gestion administrative	Agency / Stewardship	Gestion interne → meilleure coordination entre direction et CA, information plus directe ; gestion externe → risque d'asymétrie d'information mais spécialisation.	
	Gestion financière	Dépendance aux ressources ; Agency	Gestion interne → CA peut mobiliser expertise et piloter stratégie ; gestion externalisée → dépendance au prestataire, risque d'agence entre CA et gestionnaire externe.	
Démographique	Âge de la caisse	Stewardship	Ancienneté → expérience organisationnelle, procédures établies ; peut aussi générer inertie.	H2
	Employés actifs (cotisants)	Dépendance aux ressources ; Stakeholder	Indicateur de base pour la taille ; influence sur ressources et représentativité des parties prenantes.	
	Employés passifs (pensionnés)	Stakeholder / Agency	Plus de bénéficiaires → pression sur décisions (équité intergénérationnelle) ; peut complexifier gouvernance.	
	Nombre total de bénéficiaires	Dépendance aux ressources	Similaire à la taille : plus d'enjeux → besoin d'une gouvernance plus structurée.	
	Rapport démographique (actifs / passifs)	Agency / Stakeholder	Ratio faible (plus de retraités) → pression financière → gouvernance contrainte ; ratio élevé → meilleure résilience.	
	Employeurs affiliés	Stakeholder / Dépendance aux ressources	Plus d'employeurs → pluralité de parties prenantes → meilleure légitimité/contrôle.	
Financière	Cotisations (MMDH)	Dépendance aux ressources / Agency	Revenus élevés → capacité d'investissement dans gouvernance (formation, systèmes), réduit pressions de court terme.	H3

Catégorie	Variable	Théorie mobilisée	Mécanisme théorique	Hypothèse
	Prestations services (MMDH)	Agency / Stakeholder	Prestations élevées → charges accrues → pression sur CA ; signe ambiguë selon équilibre contributions/prestations.	
	Solde technique (cotisations – prestations)	Agency / Dépendance aux ressources	Solde positif → marge financière pour renforcer gouvernance ; solde négatif → contraintes et réactions court terme.	
	Taux de couverture (%)	Agency / Dépendance aux ressources	Mesure clé de soutenabilité : couverture élevée → autonomie et investissement en gouvernance ; couverture faible → actionnabilité limitée.	
	Taux de rendement (%)	Dépendance aux ressources / Agency	Rendements élevés → plus de ressources et confiance ; mais rendements volatils peuvent exiger contrôle accru.	
	Fonds de réserve (FDR)	Dépendance aux ressources	Réserves élevées → amortissement des chocs, capacité d'investir en gouvernance et expertise.	
	Résultat net (MDH)	Dépendance aux ressources / Agency	Résultat positif → preuve d'efficacité opérationnelle ; permet investissement dans gouvernance.	

Source : Elaboré par les chercheurs.

iii.

5. Méthodologie de recherche

La présente étude s'inscrit dans une logique d'analyse décisionnelle visant à tester la relation de cause à effet entre deux groupes de variables : les caractéristiques des caisses de retraite (variables explicatives *X*) et l'efficacité de leurs conseils d'administration (variable expliquée *Y*). Conformément à cette orientation positiviste, nous avons adopté une approche quantitative basée sur la modélisation économétrique pour vérifier empiriquement nos hypothèses.

Le design de recherche retenu est longitudinal : nous avons constitué une base de données couvrant une période de 20 ans (2000–2019/20) afin de tenir compte de l'évolution dans le temps des indicateurs de chaque caisse. L'étude porte sur les quatre principales caisses de retraite marocaines : la Caisse Marocaine des Retraites (CMR), la Caisse Nationale de Sécurité Sociale (CNSS), le Régime Collectif d'Allocation de Retraite (RCAR) et la Caisse Interprofessionnelle Marocaine de Retraites (CIMR). Ces quatre entités gèrent à elles seules la quasi-totalité des actifs de retraite du pays et couvrent, à travers divers régimes de base et complémentaires, l'ensemble des catégories d'adhérents (secteur public civil et militaire, secteur privé, régimes mutualistes). L'échantillon ainsi défini comprend des caisses de statuts variés (établissements publics, association privée puis mutuelle pour la CIMR) et aux structures organisationnelles différentes, ce qui assure une certaine représentativité de la diversité du paysage marocain des retraites. Sur la période d'étude, on totalise environ 140 observations (7 régimes × 20 années) utilisables pour les

analyses quantitatives. Les données ont été collectées manuellement à partir des rapports annuels publiés par chaque caisse, complétés au besoin par des rapports de la Cour des Comptes, de l'Autorité de Contrôle des Assurances et de la Prévoyance Sociale (ACAPS) et d'autres sources institutionnelles pour certaines variables financières.

La variable dépendante de notre étude est l'efficacité du conseil d'administration de la caisse de retraite, mesurée par un indice composite construit spécifiquement : l'IGCM (Indice de Gouvernance des Caisses Marocaines).

Construction de l'Indice de la Gouvernance des Caisses de Retraite Marocaines

La gouvernance étant un concept multidimensionnel et est donc représentée par un ensemble d'indices dimensionnels. Le IGCM est basé sur les résultats empiriques de recherches antérieures, sur les solutions et les concepts de meilleures pratiques proposés dans la littérature et sur les propres considérations du contexte marocain. Il est par ailleurs, composé de 3 dimensions composées de deux sous-indices chacune.

Pour construire l'IGCM et lier et ses différentes dimensions, la méthodologie suivante est appliquée :

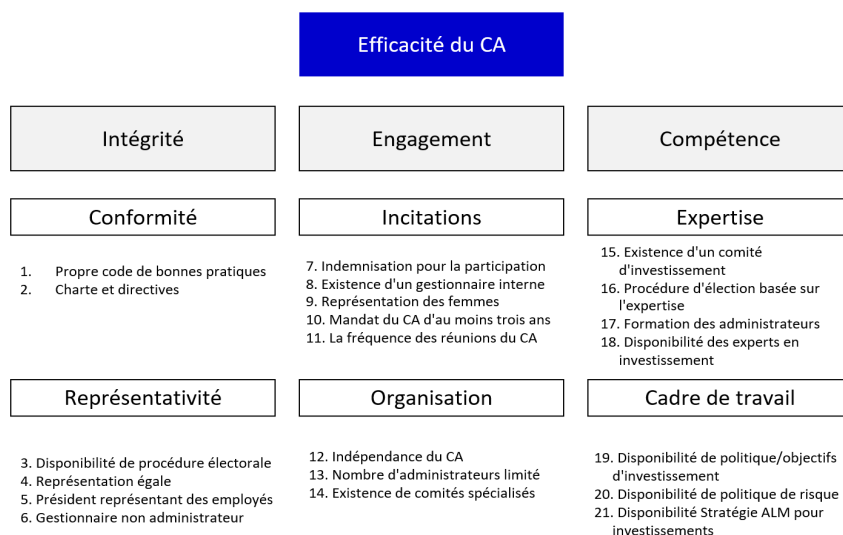
- Pour une question d'agrégation, les caractéristiques de gouvernance des conseils d'administration collectées sont traduites en 21 attributs répondant aux critères des meilleures pratiques. Ainsi, chaque attribut est égal à un si le fonds de pension se conforme aux meilleures pratiques, et à zéro sinon ;
- Chaque sous-indice compte un nombre défini d'attribut, permettant ainsi de refléter la qualité de la gouvernance ;
- L'indice peut prendre des valeurs entre 0 et 21 points maximum, les caisses de retraite les mieux gouvernées ayant des niveaux d'indice plus élevés et inversement. La notation est répartie comme suit :

Tableau 2 : Dimensions de l'efficacité des conseils des caisses et leurs attributs

<i>Indices de gouvernance</i>	<i>Calculés comme la somme des attributs de la gouvernance avec une échelle de 1</i>
Efficacité des CA	Indice général, comprenant les 21 attributs de gouvernance (1-21)
INTEGRITÉ	INDICE DIMENSIONNEL, COMPRENANT 7 ATTRIBUTS DE GOUVERNANCE (1-7)
Conformité	Sous-indice, comprenant 2 attributs de gouvernance (1-2)
Représentativité	Sous-indice, comprenant 5 attributs de gouvernance (3-7)
ENGAGEMENT	INDICE DIMENSIONNEL, COMPRENANT 8 ATTRIBUTS DE GOUVERNANCE (8-15)
Incitations	Sous-indice, comprenant 5 attributs de gouvernance (8-12)
Organisation	Sous-indice, comprenant 3 attributs de gouvernance (13-15)
COMPÉTENCE	INDICE DIMENSIONNEL, COMPRENANT 7 ATTRIBUTS DE GOUVERNANCE (16-21)
Expertise	Sous-indice, comprenant 3 attributs de gouvernance (16-18)
Cadre de travail (Framework)	Sous-indice, comprenant 4 attributs de gouvernance (19-21)

Source : Elaboré par les chercheurs.

Ainsi, les dimensions des variables expliquées « *Efficacité des conseils d'administration* » sont illustrées par la figure suivante :

Figure 2. Les dimensions de l'efficacité des conseils d'administration


Source : Elaboré par les chercheurs.

Enfin, le choix est limité à des composantes objectives et mesurables de l'indice. Cependant, il convient de signaler que la bonne gouvernance comprend des facteurs non techniques qui ne sont pas pris en compte dans l'indice créée.

Description détaillée des variables explicatives x

Les dimensions des variables explicatives « *caractéristiques des caisses* » sont décrites dans le tableau suivant :

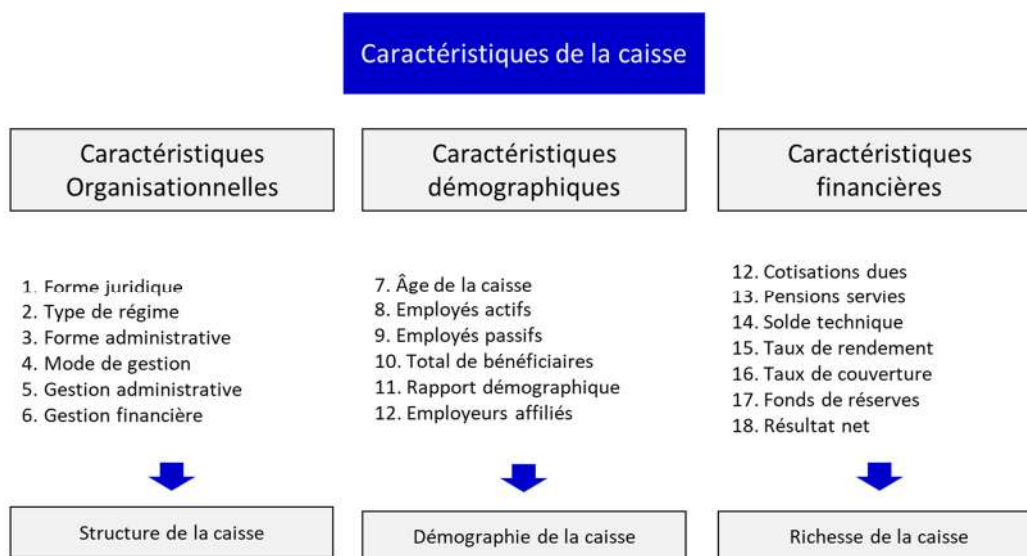
Tableau 3 : Description des variables explicatives relatives aux caisses de retraite

<i>Variables explicatives : Variables des caisses de retraite (21 variables)</i>	
Variables organisationnelles	
Forme juridique	Le statut public ou privé de la caisse : privée (société coopérative ou fondation =0) ou publique (Etablissement public=1).
Type de régime	Le type de plan offert : Régime à prestations définies=0 ou Régime à cotisations définies=1 (cotisations définies ou hybride)
Forme administrative	La forme administrative de la caisse est MULTI-EMPLOYEUR=1 ou SIMPLE-EMPLOYEUR=0
Mode de fonctionnement	Le mode de fonctionnement est la REPARTITION=0 ou LA CAPITALISATION OU MIXTE=0 (répartition/capitalisation)
Gestion administrative	La gestion de la partie administrative de la caisse est ADMIN. INTERNE=1 ou ADMIN. EXTERNE=0
Gestion financière	La gestion financière des investissements en portefeuille est : INVESTISSEMENT INTERNE=1 ou INVESTISSEMENT EXTERNE=0
Variables démographiques	
Âge de la caisse de retraite	L'âge de la caisse est calculé à partir de l'année de fondation
Employés actifs	Nombre d'employés actifs cotisants
Employés passifs	Nombre de pensionnés passifs (retraités, invalides et survivants)
Nombre total de bénéficiaires	Nombre total des bénéficiaires, calculé comme les employés actifs plus les retraités passifs
Rapport démographique	Ratio des bénéficiaires actifs sur les bénéficiaires passifs, calculé comme étant les employés actifs sur les retraités passifs
Employeurs affiliés	Nombre d'employeurs affiliés ou des sociétés adhérentes à la caisse de retraite
Variables financières	
Cotisations dues (MMDH)	La somme des contributions patronales et salariales annuelles
Prestations servies (MMDH)	La somme des paiements annuels versés aux pensionnés de la caisse lors du départ à la retraite ou aux ayants droits
Solde technique	La différence entre les contributions (cotisations) et les prestations servies par la caisse
Taux de couverture (%)	Taux de financement technique de la caisse de retraite, défini comme les ressources du régime (les cotisations) sur les engagements de prévoyance (les
Taux de rendement (%)	Taux de rendement des placements des soldes techniques
Fonds de réserves (MMDH)	ou FDR : Les provisions techniques ou la somme des réserves techniques constituées pour payer les engagements de la caisse
Résultat net (MDH)	Le résultat net est la richesse créée par la caisse. Calculé à partir de la différence entre les produits et les charges sur un exercice comptable donné

Source : Elaboré par les chercheurs.

Ainsi, les dimensions des variables explicatives sont illustrées par la figure suivante :

Figure 3 : Les caractéristiques de la caisse de retraite



Source : Elaboré par les chercheurs.

Certaines bonnes pratiques de gouvernance identifiées dans des études anglo-saxonnes ont dû être ajustées ou exclues lorsqu'elles n'étaient pas pertinentes localement. Par exemple, l'attribut d'"alternance du sponsor" utilisé par Bregnard (2018) – qui concerne la rotation de l'employeur-sponsor du fonds – n'a pas été retenu car toutes nos caisses ont un sponsor fixe (État ou groupement). En revanche, nous avons ajouté des éléments contextuels comme la conformité aux circulaires nationales (ACAPS). L'IGCM final se veut donc une mesure adaptée au contexte marocain, intégrant des critères provenant de la théorie et des meilleures pratiques internationales tout en reflétant les spécificités du terrain.

Sur le plan de l'analyse statistique, nous avons utilisé des modèles de régression linéaire multiple (méthode des Moindres Carrés Ordinaires) pour tester l'impact conjoint des variables explicatives X sur l'indice d'efficacité des conseils Y . Au vu de la taille modeste de l'échantillon ($N \approx 140$) et du fait que chaque caisse fournit plusieurs observations temporelles, nous avons vérifié les conditions d'application du modèle (normalité des résidus, homoscedasticité, indépendance) et la présence potentielle d'effets individuels par caisse. Les tests de Hausman et l'inspection des résidus n'ont pas indiqué de biais significatif justifiant un modèle à effets fixes ; nous avons donc retenu une approche poolée en considérant l'échantillon global, tout en incorporant le facteur "caisse" dans l'analyse de variance pour capter les différences de niveau moyen entre caisses.

La modélisation économétrique utilisée est une régression linéaire multiple sur données de panel. Des tests (Hausman notamment) n'ont pas révélé d'effets individuels spécifiques significatifs par caisse, ce qui justifie de traiter les observations selon un modèle *poolé* (hypothèse d'homogénéité totale) plutôt qu'un modèle à effets fixes. Avant estimation, nous avons contrôlé les hypothèses classiques du modèle MCO : normalité et non-autocorrélation des résidus, homoscedasticité, linéarité. Nous avons appliqué des tests tels que le Jarque-Bera pour la normalité, le test de Durbin-Watson pour l'autocorrélation et un test de White pour l'homoscedasticité. Les résidus ont été examinés graphiquement (nuage de points prédit-résidus, histogramme des résidus centrés) et par des diagnostics d'influence (résidus externes et distance de Cook). De même, nous avons vérifié la multicollinéarité entre variables explicatives (matrice de corrélation, variance inflation factors – VIF). Les variables présentant des colinéarités fortes ont été ajustées ou combinées (par exemple, seuls le nombre d'affiliés et le nombre d'employeurs ont été retenus, évitant la redondance).

Le modèle final retient les variables explicatives les plus significatives en minimisant la multicollinéarité. Il s'agit d'un modèle MCO standard avec *IGCM* comme variable expliquée et les variables *X* présélectionnées. L'impact de chaque variable est mesuré par son coefficient estimé et sa significativité (test *t*), tandis que la pertinence globale du modèle est évaluée par le coefficient de détermination R^2 ajusté et par le test global *F* d'analyse de variance (ANOVA).

6. Résultats

Les données descriptives confirment l'hétérogénéité du panel étudié. Par exemple, les caisses diffèrent fortement par taille : la CNSS et la CMR comptaient plusieurs millions d'adhérents au cours de la période, alors que la CIMR (privée mutuelle) est beaucoup plus petite, et les caisses internes du RCAR encore plus réduites. L'échantillon retenu est représentatif de la structure globale du système de retraite marocain.

Tableau 4 : Statistiques descriptives de l'indice général « Efficacité des CA »

	<i>y = Efficacité CA</i>
Moyenne	14,752
Erreur-type	0,478
Médiane	15,000
Mode	15,000
Écart-type	5,678
Variance de l'échantillon	32,245
Kurstosis (Coefficient d'aplatissement)	0,709
Coefficient d'asymétrie	0,815
Plage	27,000
Minimum	6,000
Maximum	33,000
Somme	2080,000
Nombre d'échantillons	141,000
Niveau de confiance (95,0%)	0,945

Tableau 5 : Statistiques descriptives des dimensions de l'efficacité des conseils

	<i>y1=Intégrité</i>	<i>y2=engagement</i>	<i>y3=Compétence</i>
Moyenne	2,801	7,340	4,610
Erreur-type	0,143	0,193	0,212
Médiane	2,000	7,000	6,000
Mode	2,000	7,000	7,000
Écart-type	1,695	2,292	2,512
Variance de l'échantillon	2,875	5,255	6,311
Kurstosis	2,614	2,013	-1,236
Coefficient d'asymétrie	1,494	1,371	-0,149
Plage	8,000	11,000	9,000
Minimum	1,000	4,000	1,000
Maximum	9,000	15,000	10,000
Somme	395,000	1035,000	650,000
Nombre d'échantillons	141,000	141,000	141,000
Niveau de confiance (95,0%)	0,282	0,382	0,418

Source : Résultats statistiques de l'étude.

Sur l'ensemble de l'échantillon, Les statistiques descriptives indiquent une moyenne de l'indice global IGCM = 14,752 (SE = 0,478), un écart-type relativement élevé (5,678) et un coefficient de variation d'environ 38,5 %, traduisant une hétérogénéité marquée des niveaux d'efficacité entre caisses et au fil du temps. La distribution de l'indice est légèrement asymétrique à droite (skewness = 0,815) et présente un léger excès de masse en queue (kurtosis = 0,709), ce qui signale la présence de quelques observations à niveaux de gouvernance particulièrement élevés.

Au niveau des sous-indices, Les scores moyens les plus élevés concernent la dimension Engagement (7,340, soit 0,489 de son maximum), tandis que la dimension Intégrité enregistre la valeur la plus faible (2,801, soit 0,311 de son maximum). La dimension Compétence présente une moyenne intermédiaire 4,610, soit 0,461 de son maximum), ce qui signale des lacunes relatives en matière d'expertise technique au sein de certains conseils.

Résultats des régressions et effets des variables explicatives

Les résultats de la régression multiple visant à expliquer l'IGCM par les caractéristiques des caisses sont synthétisés dans les tableaux 6 à 8.

Tableau 6 : Coefficients d'ajustement (y=Efficacité CA)

<i>Observations</i>	<i>141</i>
Somme des poids	141
DDL	126
R ²	0,815
R ² ajusté	0,794
MCE	6,630
RMCE	2,575
MAPE	15,453
DW	0,777
Cp	15,000
AIC	280,852
SBC	325,083
PC	0,229

Tableau 7 : Analyse de la variance (y=Efficacité CA)

<i>Source</i>	<i>DDL</i>	<i>Somme des carrés</i>	<i>Moyenne des carrés</i>	<i>F</i>	<i>Pr >F</i>
Modèle	14	3678,961	262,783	39,637	<0,0001
Erreur	126	835,351	6,630		
Total corrigé	140	4514,312			
<i>Calculé contre le modèle Y=Moyenne(Y)</i>					

Tableau 8 : Paramètres du modèle (y=Efficacité CA)

Source	DDL	Somme des carrés	Moyenne des carrés	F	Pr > F
Forme juridique	1,000	0,128	0,128	0,019	0,890
Type de régime	1,000	200,250	200,250	30,205	<0,0001
Gestion administrative	1,000	14,884	14,884	2,245	0,137
Gestion financière	1,000	777,907	777,907	117,335	<0,0001
Âge de la caisse	1,000	1634,111	1634,111	246,481	<0,0001
Employés actifs	1,000	101,919	101,919	15,373	0,000
Rapport démographique	1,000	369,425	369,425	55,722	<0,0001
Employeurs affiliés	1,000	445,795	445,795	67,241	<0,0001
Cotisations dues	1,000	39,246	39,246	5,920	0,016
Pensions servies	1,000	3,925	3,925	0,592	0,443
Taux de couverture	1,000	4,734	4,734	0,714	0,400
Taux de rendement	1,000	68,851	68,851	10,385	0,002
Fonds de réserves	1,000	0,282	0,282	0,043	0,837
Résultat net	1,000	17,504	17,504	2,640	0,107

Source : Résultats statistiques de l'étude.

Significativité globale du modèle

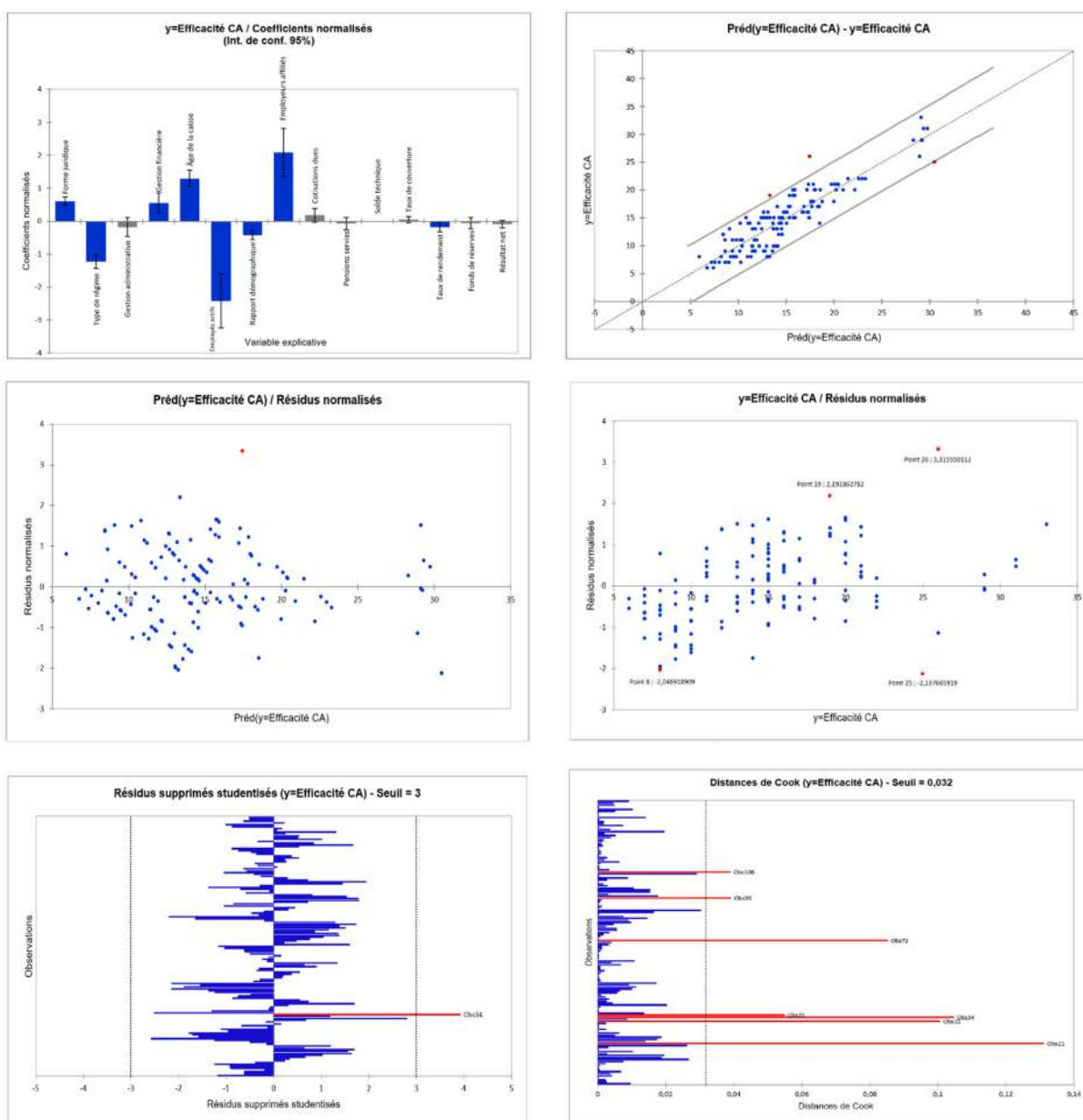
Le modèle de régression multiple estimé présente un R^2 ajusté élevé (environ 0,81), indiquant que les variables explicatives sélectionnées expliquent une part substantielle de la variance de l'efficacité IGCM. Le test global F de l'ANOVA met en évidence que le modèle dans son ensemble est hautement significatif (p -value < 0,01) – autrement dit, l'ensemble des variables incluses possède une capacité explicative collective non-nulle pour l'efficacité du conseil. On en conclut que le modèle régressif apporte une explication statistiquement pertinente de l'indice IGCM observé, validant globalement l'approche empirique.

Effets individuels des variables explicatives

Parmi les 21 variables initiales, sept d'entre elles se révèlent significatives (au seuil 5%) après sélection :

- Taille de la caisse (nombre d'affiliés actifs) : coefficient positif et hautement significatif. Les plus grandes caisses affichent un IGCM plus élevé, toutes choses égales par ailleurs. Ce résultat confirme l'hypothèse qu'une taille importante confère plus de ressources (humaines, financières) et un pouvoir de négociation qui peuvent bénéficier à l'efficacité du conseil.
- Forme juridique (statut public vs privé) : un coefficient positif significatif indique que, en moyenne, les caisses publiques ont un IGCM supérieur d'environ 0,10 (sur 1) à celui des caisses privées. Ce résultat peut refléter le fait que les organismes publics sont soumis à des règles et contrôles plus stricts (composition paritaire obligatoire, codes de bonne gouvernance nationaux), ce qui renforce la gouvernance interne.
- Âge de la caisse : ancienneté positive sur l'IGCM. Les caisses plus établies montrent des conseils légèrement plus efficaces, peut-être en raison d'une expérience organisationnelle et de processus développés au fil du temps.

- Gestion financière interne (vs externe) : coefficient positif indiquant que les caisses gérant leurs investissements en interne ont un IGCM plus élevé. Cela pourrait s'expliquer par un alignement plus fort des intérêts entre gestion et conseil lorsque la gestion n'est pas déléguée à des tiers.
- Taux de couverture du régime : coefficient positif. Un meilleur ratio ressources/engagements (taux de financement technique) est associé à un conseil plus efficace. Les caisses financièrement saines ont sans doute plus de marge de manœuvre pour investir dans la formation de leur conseil ou leur structure de gouvernance.
- Fonds de réserve : coefficient positif et significatif. Les caisses disposant de réserves importantes présentent un IGCM supérieur ; cela reflète un lien entre solidité financière et gouvernance proactive.
- Résultat net : coefficient positif. Un résultat net positif (richesse créée par la caisse sur l'exercice) est aussi associé à une meilleure efficacité du conseil, suggérant que la performance économique de la caisse va de pair avec une gouvernance interne robuste.



Source : Résultats statistiques de l'étude

Diagnostics du modèle

Les vérifications des hypothèses du modèle confirment sa validité statistique. Les résidus centrés sur zéro sont distribués de façon relativement normale (tests de normalité non significatifs), et aucun signe d'autocorrélation série n'a été détecté (test de Durbin-Watson proche de 2). Le test de White a indiqué que l'homoscédasticité est vérifiée (pas de variance résiduelle croissante en fonction des prédictions). Les graphiques des résidus standardisés ne montrent pas de structure systématique (nuage résidu vs Y-prédit uniforme). Par ailleurs, aucun point extrême n'exerce une influence disproportionnée (ni distance de Cook élevée ni levier atypique), ce qui garantit la robustesse de l'estimation. Au total, le modèle empirique s'avère fiable pour interpréter l'impact des variables considérées sur l'efficacité des conseils des caisses.

Les analyses graphiques confirment la fiabilité et la pertinence du modèle régressif utilisé. Plus de 97 % des observations se situent à l'intérieur de l'intervalle de prédiction à 95 %, attestant d'une forte corrélation entre les valeurs observées et prédites. Les résidus sont centrés sur zéro, normalement distribués et non autocorrélés, ce qui valide les hypothèses de linéarité, d'homoscédasticité et de normalité. Les diagnostics d'influence montrent qu'aucun point de donnée n'exerce d'effet significatif sur la régression. Dans l'ensemble, le modèle apparaît statistiquement robuste, cohérent avec les données empiriques et fiable pour interpréter l'impact des caractéristiques des caisses sur l'efficacité de leurs conseils d'administration.

7. Discussion

Nos analyses empiriques confirment de façon robuste que plusieurs caractéristiques structurelles et financières des caisses influencent l'efficacité de leur conseil d'administration. En premier lieu, la taille du fonds apparaît comme le déterminant prédominant : les grandes caisses affichent un indice de gouvernance nettement supérieur à celui des petites, toutes choses égales par ailleurs. D'autres facteurs exercent également un effet positif significatif, notamment le statut public de l'organisme (en moyenne $\sim +0,10$ sur l'IGCM par rapport aux caisses privées, bien que cet effet recoupe partiellement celui de la taille) et l'ancienneté de la caisse (les régimes plus expérimentés ayant des conseils légèrement plus efficaces en moyenne). De plus, les caisses qui gèrent leurs actifs en interne présentent une gouvernance sensiblement meilleure que celles qui

externalisent entièrement la gestion financière, ce qui suggère un lien entre l'implication stratégique du conseil et le mode de gestion des placements.

On observe enfin une corrélation positive entre la performance financière (rendement moyen des placements sur longue période) et l'efficacité du conseil, quoique d'ampleur modérée (effet statistiquement significatif au seuil de 10%). À l'inverse, certaines variables n'ont pas d'impact notable une fois les autres facteurs contrôlés : le fait de couvrir un unique employeur ou plusieurs n'affecte pas significativement la gouvernance, pas plus que le type de régime (prestations définies vs. cotisations définies) ou le mode de gestion administrative. Ces résultats expliquent l'essentiel des écarts d'IGCM observés entre caisses et valident empiriquement nos hypothèses de recherche, notamment H2 sur l'importance critique de la taille du fonds. Ils suggèrent en outre qu'une gouvernance interne efficace peut contribuer indirectement à de meilleures décisions d'investissement et à des performances financières accrues à long terme, rejoignant en cela les observations de Bregnard & Salva (2022) pour la Suisse.

Primauté de la taille et fragmentation du secteur

Le rôle déterminant de la taille renforce le consensus « *big is better* » en matière de fonds de pension (Bikker, 2017 ; Dyck & Pomorski, 2011). Au Maroc, les caisses de plus grande envergure présentent effectivement les conseils d'administration les plus efficaces selon notre indice. Ce constat plaide en faveur des efforts de consolidation du système de retraite amorcés depuis les années 2000 : le regroupement de petits régimes internes au sein de caisses plus larges (par exemple l'intégration des caisses internes de l'OCP, de BAM, etc. dans le RCAR géré par la CNRA) a vraisemblablement amélioré la gouvernance. En rejoignant une entité de plus grande taille, les conseils auparavant fragmentés bénéficient de structures plus formalisées, de moyens accrus et de l'expérience d'une gestion centralisée, ce qui renforce leur efficacité. À l'inverse, une fragmentation excessive en de multiples petits fonds nuit à la bonne gouvernance, comme l'observent également Stewart & Yermo (2009). La concentration actuelle des principaux régimes marocains dans seulement quatre caisses est donc un progrès, et une poursuite de la rationalisation (éventuellement via la création d'un pôle unifié pour le secteur public) pourrait encore professionnaliser les pratiques de conseil et améliorer la gouvernance globale du système.

Statut public vs privé

Le fait que les caisses du secteur public obtiennent en moyenne de meilleurs scores de gouvernance formelle que les caisses **privées** s'explique par le cadre institutionnel. Les organismes publics (CNSS, CMR, RCAR) sont soumis à des règles légales et réglementaires strictes quant à la composition et aux processus du conseil : représentation paritaire des parties prenantes incluant l'État, contrôles par les tutelles et la Cour des comptes, etc. Ils ont en outre fait l'objet de réformes de gouvernance, par exemple la refonte du conseil de la CNSS après le scandale de 2002 (avec création de comités d'audit, renforcement des contrôles internes, etc.). À l'inverse, la principale caisse privée, la CIMR, a longtemps opéré sous forme associative avec plus de souplesse et de discrétion – ce qui a pu se traduire par moins de formalisation dans certaines pratiques de conseil. Depuis sa transformation en mutuelle en 2017, la CIMR a toutefois renforcé sa gouvernance. Ainsi, nos résultats suggèrent que les caisses publiques satisfont mieux aux critères formels de l'IGCM (notamment en matière d'intégrité et de transparence) que les entités privées. Ce constat ne préjuge cependant pas de l'efficacité réelle en termes de performance : par exemple, la CIMR, malgré un score IGCM un peu inférieur aux caisses publiques, a historiquement obtenu d'excellents résultats financiers et innové en adoptant volontairement des pratiques de transparence avancées. Cela souligne un équilibre à trouver entre le contrôle public et la flexibilité privée. Renforcer le cadre de gouvernance des caisses privées (via une réglementation unifiée sous l'égide de l'ACAPS et l'adoption de codes de bonne gouvernance communs) pourrait améliorer leurs scores et homogénéiser les pratiques, tout en préservant les initiatives positives dont une gestion privée souple a pu être porteuse.

Compétence et engagement des administrateurs

La compétence des membres du conseil d'administration émerge comme un point faible dans de nombreux fonds, cette dimension étant souvent la moins bien notée de l'IGCM. Ce résultat reflète un déficit de formation et d'expertise financière chez des administrateurs généralement nommés pour représenter les employeurs ou les affiliés (syndicats), plutôt que pour leurs compétences techniques. L'absence, jusqu'à une période récente, d'obligation de formation spécifique pour les administrateurs de caisses a accentué ce manque d'expertise, en concordance avec les constats de Clark et al. (2006) sur le rôle crucial des compétences des *trustees*. Il paraît donc nécessaire de renforcer la formation des administrateurs et d'envisager l'intégration de membres indépendants disposant d'une expertise, notamment en matière d'investissement financier. Des démarches en ce sens ont débuté : la CIMR a par exemple coopté des administrateurs expérimentés en finance, et la

CMR ou la CNSS font appel à des expertises externes (actuaires, gestionnaires de la CDG, membres de comités spécialisés) pour éclairer leurs décisions. Parallèlement, l'engagement des administrateurs varie d'une caisse à l'autre : tous les conseils ne se réunissent pas avec la même assiduité ni intensité de travail. L'instauration de jetons de présence (rémunération par séance) et de fréquences minimales de réunions, adoptée notamment par la CNSS et la CMR au cours des années 2010, a visé à améliorer l'assiduité et la préparation des administrateurs. Si ces incitations ont eu un effet positif relatif, des marges de progrès subsistent – par exemple accroître la fréquence des réunions stratégiques ou organiser des sessions de formation périodiques, à l'instar de ce qui se pratique à l'international. Enfin, la professionnalisation du rôle d'administrateur (sélection fondée sur les compétences, programme de formation continue, incitations financières appropriées, évaluation périodique des contributions) constitue un levier essentiel pour renforcer la gouvernance des caisses de retraite à l'avenir.

8. *Conclusion*

La présente recherche avait pour objectif d'analyser dans quelle mesure les caractéristiques structurelles, démographiques et financières des caisses de retraite marocaines influencent l'efficacité de leurs conseils d'administration, mesurée par l'Indice de Gouvernance des Caisses de Retraite Marocaines (IGCM). S'appuyant sur une approche positiviste et une méthodologie quantitative longitudinale couvrant vingt années d'observation (2000–2020) et quatre caisses majeures (CNSS, CMR, RCAR, CIMR), l'étude a permis de tester empiriquement trois hypothèses relatives à l'effet de ces caractéristiques sur l'intégrité, l'engagement et la compétence des administrateurs.

Les résultats confirment que la taille de la caisse constitue le déterminant principal de l'efficacité des conseils, traduisant le rôle des économies d'échelle, de la professionnalisation accrue et des moyens organisationnels dans l'amélioration de la gouvernance. Les variables secondaires, telles que la forme juridique (avantage relatif aux entités publiques), l'ancienneté institutionnelle et la gestion financière interne, exercent également un effet significatif et positif, bien que de moindre ampleur. En revanche, les caractéristiques administratives (type de régime, gestion interne/externe des opérations) et certains indicateurs financiers (résultat net, taux de couverture) n'expliquent pas significativement l'efficacité du conseil une fois les autres facteurs contrôlés.

Sur le plan pratique, ces résultats plaident en faveur d'une consolidation progressive des régimes afin de réduire la fragmentation du système marocain, de mutualiser les ressources et de renforcer la capacité stratégique des conseils. Ils appellent également à

une professionnalisation accrue des administrateurs, à travers des programmes de formation, l'intégration de membres indépendants et la mise en place de codes nationaux de bonne gouvernance applicables à l'ensemble des caisses.

Malgré l'ampleur des enseignements tirés, notre étude comporte quelques limites qui offrent des pistes pour de futures recherches. D'abord, l'échantillon analysé est restreint aux principales caisses de retraite formelles, ce qui exclut les petits régimes internes ou informels. Par conséquent, nos conclusions s'appliquent avant tout aux grands organismes et pourraient ne pas capturer certains enjeux propres aux plus petites entités. Ensuite, l'indice IGCM que nous avons construit, s'il offre une évaluation inédite de la gouvernance, repose sur des données en partie qualitatives et déclaratives. Faute d'informations plus détaillées, certains critères ont été codés de manière binaire, ce qui limite la finesse de l'évaluation. De futures études pourraient enrichir cette mesure en intégrant des indicateurs supplémentaires, par exemple le taux de présence individuel des administrateurs, la durée et la fréquence effectives des réunions, ou encore le taux de renouvellement des membres du conseil. Par ailleurs, une analyse dynamique de la gouvernance au cours du temps serait instructive. Notre approche a principalement agrégé les données sur la période étudiée, mais on note ponctuellement des progrès suite à des réformes (par ex. amélioration de l'IGCM de la CNSS après 2005, ou de la CIMR après sa mutation en 2017). Une analyse temporelle plus fine permettrait d'évaluer l'impact de telles réformes institutionnelles sur l'efficacité des conseils. De même, il serait intéressant d'examiner plus rigoureusement l'effet causal de la gouvernance du conseil sur la performance du fonds. Cela pourrait se faire via des méthodes économétriques longitudinales (modèles à effets fixes, variables instrumentales, etc.) afin d'isoler l'influence du niveau de gouvernance sur les résultats financiers à long terme, en s'affranchissant des causalités inverses potentielles.

Références

- Ambachtsheer, K., & McLaughlin, J. (2015). *Pension fund governance today: Study summary and conclusions* (KPA Advisory report).
- Ambachtsheer, K., Capelle, R., & Lum, H. (2008). *The pension governance deficit: Still with us*. *Rotman International Journal of Pension Management*, 1(1), 14–21. <https://doi.org/10.3138/rijpm.1.1.14>.
- Aubry, J. P., & Crawford, C. V. (2019). *Does Public Pension Board Composition Impact Returns?* Issue Brief No. 67, Center for Retirement Research at Boston College. https://crr.bc.edu/wp-content/uploads/2019/08/SLP67_.pdf

- Bikker, J. A., De Dreu, J., & Groot, S. P. T. (2012). *Pension funds' asset allocation and participant age: A test of the life-cycle model*. Journal of Risk and Insurance, 79(3), 595–618. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01435.x>
- Bregnard, N. (2018). (*Thèse / working paper*) *The Swiss occupational pension system: governance aspects*.
- Bregnard, N., & Salva, C. (2022). *Pension fund board governance and asset allocation: Evidence from Switzerland*. Journal of Pension Economics and Finance, 22(3), 400–424. <https://doi.org/10.1017/S1474747221000494>.
- Clark, G. L., & Urwin, R. (2008). Best-practice pension fund governance. *Journal of Asset Management*, 9(1), 2–21. <https://doi.org/10.1057/jam.2008.1>.
- Dyck, I. J., & Pomorski, L. (2011). *Is Bigger Better? Size and Performance in Pension Plan Management*. Rotman School of Management, Working Paper No. 1690724. <https://ssrn.com/abstract=1690724> (DOI : 10.2139/ssrn.1690724)
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman, Cambridge University Press & Assessment
- Harper, J. (2008). *Board of Trustee Composition and Investment Performance of U.S. Public Pension Plans* (Working Paper). Rotman International Centre for Pension Management. Disponible sur SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1290601
- Haut-Commissariat au Plan, Enquête nationale sur les personnes âgées, 2016. Site officiel / rapports (HCP).
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Monks, R. A. G., & Minow, N. (2001). *Corporate Governance* (2^e éd.). Blackwell.
- Monks, R. A. G., & Minow, N. (2011). *Corporate Governance* (5^e éd.). John Wiley & Sons. ISBN: 978-0-470-97259-5
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Harper & Row
- Stewart, F., & Yermo, J. (2008). Pension fund governance: Challenges and potential solutions. *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, No. 18. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/241402256531>.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15(2), 291–334. <https://doi.org/10.1177/014920638901500208>.