

LISTE DES TABLEAUX

- Tableau 1.1 : Les conséquences financières des différentes opérations sur le capital, page 17.
- Tableau 1.2 : les attentes spécifiques des différents Stakeholders, page 43.
- Tableau 1.3 : La contribution des parties prenantes à la Création de Valeur, page 43-44.
- Tableau 2.4 : Les coûts de défaillance, page 58.
- Tableau 2.5 : Les scénarios du modèle de Malécot (1984) possibles en cas de faillite, page 59.
- Tableau 2.6 : Typologie des profits personnels liés au contrôle, page 83.
- Tableau 2.7: Les évolutions du Payout de 47 entreprises cotées à la BVC entre 2005-2009 (Voir annexe 2).
- Tableau 3.8 : La fiscalité des valeurs cotées pour les personnes physiques, Annexe 3.
- Tableau 3.9 : Les principaux actionnaires des sociétés cotées à la BVC, Annexe 4.
- Tableau 3.10 : Actionnariat salariés au 2^e trimestre 2011, page 119.
- Tableau 3.11 : Titres composants notre échantillon, page 130.
- Tableau 3.12: Présentation synthétique des variables du modèle de création de valeur actionnariale, page 137.
- Tableau 3.13: Présentation synthétique des variables du 1^{er} modèle de création de valeur partenariale, page 139.
- Tableau 3.14 : Présentation synthétique des variables du 2^{ème} modèle de création de valeur partenariale, page 140.
- Tableau 3.15: Présentation synthétique des variables du 3^{ème} modèle de création de valeur partenariale, page 141.
- Tableau 3.16 : Présentation synthétique des variables du 4^{ème} modèle de création de valeur partenariale, page 142.
- Tableau 4.17: les estimations des données de panel du modèle MVA à effets fixes, Annexe 7.
- Tableau 4.18 : les estimations des données de panel du modèle MVA à effets aléatoires, Annexe 8.
- Tableau 4.19 : les estimations des données de panel du modèle MVA à effets aléatoires corrigé, Annexe 9.
- Tableau 4.20 : L'évolution du taux d'endettement des entreprises marocaines cotées 2005-2009, (Annexe 10).
- Tableau 4.21 : Résultats des données de panel du modèle CDVSAL à effets fixes corrigé (Annexe 11).
- Tableau 4.22 : Résultats des données de panel du modèle CDVCF à effets fixes corrigé (Annexe 12).
- Tableau 4.23 : Résultats des données de panel du modèle CDVACT à effets aléatoires corrigé. (Annexe 13).
- Tableau 4.24 : Résultats des données de panel du modèle CDVETA à effets fixes corrigé (Annexe 14).
- Tableau .25 : La vérification empirique des hypothèses théoriques testées pour le modèle de CDV actionnariale, page 169.
- Tableau .26 : La vérification empirique des hypothèses théoriques testées pour le modèle de CDV salariale, page 170.
- Tableau .27 : La vérification empirique des hypothèses théoriques testées pour le modèle de CDV pour les créanciers financiers, page 170.
- Tableau .28 : La vérification empirique des hypothèses théoriques testées pour le modèle de CDV pour les actionnaires (vision comptable et économique), page 170.
- Tableau .29 : La vérification empirique des hypothèses théoriques testées pour le modèle de CDV Etatique, page 171.
- Tableau .30 : Les stades de développement des marchés boursiers émergents, page 172.

LISTE DES FIGURES & SCHEMAS

- Figure 1.1 : La relation d'EVA, page 39.
- Figure 2.2 : Coût du capital et endettement, page 55.
- Schéma .1 : Hydrographie de la Valeur, page 182.

LISTE DES GRAPHIQUES

- Graphique 2.1 : Effet de l'annonce du dividende sur la valeur de l'action, page 77.
- Graphique 3.2 : les courbes individuelles de l'évolution des variables du modèle de CDV actionnariale (expliquée et explicatives) sur la période 2005-2009 (voir annexe 5).
- Graphique 3.3 : Les graphiques individuels de l'évolution des variables du modèle de CDV partenariale (expliquées et explicatives) sur la période 2005-2009 (voir annexe 6).

ABREVIATIONS

BVC : Bourse des valeurs de Casablanca.

CDV : Création de Valeur.

A.G.O : Assemblée Générale Ordinaire.

A.G.E : Assemblée Générale Extraordinaire.

B.P.A : Bénéfice Par Action.

L.B.O : Leverage by Out.

A.N.C : Actif Net Corrigé.

G.W : Goodwill.

O.P.A : Offre Publique d'Achat.

C.M.C.P : Coût Moyen Pondéré du Capital.

B.F.R : Besoin en Fonds de Roulement.

F.R.N : Fond de Roulement Net.

A.D.P : Actions à Dividende Prioritaire.

OPCVM : Organismes de Placement Collectif de Valeurs Mobilières,

MEDAF : Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers.

M.V.A: Market Value Added.

M&M : Modigliani et M. Miller.

REMERCIEMENTS

Au terme de ce travail de recherche, je tiens à exprimer ma gratitude et mes remerciements les plus sincères à mon Encadrante Madame ANGADE Khadija (Phd) pour ses encouragements, la disponibilité dont elle a fait foi, malgré ses multiples obligations et occupations, et pour les précieux conseils qu'elle n'a cessé de me prodiguer le long de la réalisation de ce travail de recherche.

Je tiens à remercier sincèrement Monsieur BENDOU le Directeur de l'ENCG, qui, s'est toujours montré à l'écoute et très disponible tout au long de la réalisation de ma recherche, ainsi pour l'inspiration, l'aide et le temps qu'il a bien voulu me consacrer.

Mes remerciements s'adressent également à Madame Idrissi Hassani Mina : Directrice du Centre des Etudes Doctorales, pour son encouragement, son soutien et sa disponibilité dont elle a fait preuve malgré ses charges académiques et professionnelles.

Je tiens à exprimer ma reconnaissance envers tous les membres du Jury qui ont eu la gentillesse de lire et corriger ce travail, ainsi qu'à tous les professeurs du Laboratoire de Recherche en Entrepreneuriat, Finance et Audit.

Mes remerciements les plus profonds vont également à Monsieur Marra Youness et au Professeur Monsieur Mansouri Ibrahim pour leur assistance, aide et conseils en matière du traitement économétrique des données.

Enfin, j'adresse mes plus sincères remerciements à tous ceux et celles qui m'ont toujours soutenue et encouragée au cours de la réalisation de ce travail de recherche, en premier lieu mes chers parents, frères et sœurs, ainsi que mes très chères amies.

Merci à tous et à toutes !

RESUME

Notre recherche étudie l'existence d'une influence (positive ou négative) de la décision de financement et de la politique de distribution de dividendes sur la Création de Valeur sous ses deux facettes actionnariale et partenariale auprès d'un échantillon de 47 entreprises marocaines cotées à la Bourse de Casablanca . L'introduction de l'approche partenariale nous a permis de s'interroger également sur l'impact des conflits d'intérêts entre les différents partenaires en matière de création et répartition de la Valeur sur la valeur actionnariale et partenariale.

Le modèle MVA exprimant la Création de Valeur actionnariale nous a confirmé le postulat d'existence d'influence des deux principales variables : la décision de financement prise par les décideurs marocains et de la politique de distribution de dividendes sur la valeur actionnariale créée au sein des 47 entreprises marocaines cotées sur la période 2005-2009. Tandis que l'impact des conflits d'intérêts entre les principaux partenaires (Salariés, créanciers financiers, Etat, actionnaires) en matière de création et répartition de la Valeur, s'est avéré non significatif et n'a pas d'impact sur la Valeur actionnariale des entreprises étudiées.

Cependant, les résultats des quatre modèles représentatifs de la valeur partenariale pour les principaux partenaires : Etat, salariés, créanciers financiers, actionnaires (vision économique et comptable) ont infirmé l'hypothèse d'influence de la décision de financement sur la valeur partenariale créée pour l'ensemble des partenaires. La politique de dividendes, par contre s'est avérée influente sur cette valeur partenariale pour l'ensemble des partenaires étudiés. De même, les conflits d'intérêts en matière de création et répartition de valeur partenariale entre salariés créanciers financiers, actionnaires et Etat, ont impacté différemment cette valeur partenariale créée au sein des 47 entreprises étudiées.

INTRODUCTION GENERALE

Introduction et contexte de la recherche.

Suite aux nombreux scandales financiers internationaux (Enron, Vivendi Universal, WorldCom...) et nationaux (CIH, BNDE, EQDOM...), et suite à la succession des crises internationales : celle des subprimes, suivie de la crise actuelle des Etats (les dettes souveraines), d'importantes évolutions réglementaires et législatives ont marqué le contexte des affaires à l'échelle nationale et internationale avec comme finalité l'amélioration des conditions d'exercice de la gouvernance d'entreprise.

Conscient de l'enjeu de ces mutations, le Maroc a amorcé l'adhésion de son économie au système mondial via l'ouverture des frontières, l'internationalisation des marchés, et la déréglementation amorcée...Cet état des lieux a modifié complètement le paysage des relations économiques internationales de notre pays, et par conséquent, l'environnement dans lequel opèrent les entreprises marocaines. Ces dernières, et du fait des exigences de la concurrence et de la compétitivité, ainsi que les effets de la crise mondiale sur notre économie réelle, doivent s'aligner aux normes internationales et être capables de fournir aux investisseurs aussi bien nationaux qu'étrangers les mêmes conditions que celles qu'ils peuvent obtenir ailleurs surtout dans un horizon plus difficile et plus exigeant en matière de performance et d'efficacité et surtout de Création de Valeur.

Croissance, innovation, prévention des risques, maîtrise des coûts, productivité des ressources, capital humain et capacité d'adaptation au changement...sont autant d'objectifs stratégiques que les entreprises cherchent à atteindre, et dont le but ultime est la Création de Valeur aussi bien pour leurs actionnaires que pour leurs parties prenantes.

En effet, la Création de Valeur constitue la principale exigence pour les entreprises et le principal objectif pour les investisseurs (Shareholders), mais également pour l'ensemble des partenaires de l'entreprise (Stakeholders). C'est ainsi que ce sujet est actuellement au centre des débats et les enjeux sont importants, puisqu'il s'agit d'une part, de gagner et maintenir la confiance des investisseurs et de leur offrir des perspectives claires et ambitieuses en matière de Création de Valeur, et d'autre part d'assurer une distribution équitable de cette valeur créée entre l'ensemble des partenaires de l'entreprise (actionnaires, dirigeants et salariés, société dans l'acceptation la plus large possible, environnement...). En termes mathématiques, nous qualifions cet objectif de « maximisation sous contrainte », et ce afin de réduire les conflits d'intérêt entre les différentes parties prenantes et leur permettre de bénéficier du fruit de leur performance. Pour autant que la satisfaction des intérêts des parties prenantes soit faite dans les limites de l'éthique et de la légalité et qu'elle ne nuise pas à l'accomplissement final du mandat de gestion.

Le débat autour de cette question de Création de Valeur actionnariale-partenariale a fait écouler l'ancre de beaucoup de théoriciens et praticiens économistes et financiers surtout dans les pays développés (Les Etats Unis, la Grande Bretagne, l'Europe...) grâce notamment aux avancés de leurs économies et de leurs marchés financiers. Les entreprises marocaines, et malgré les réformes et les évolutions notables de l'économie en général et l'économie de marché en particulier, n'arrivent toujours pas à intégrer de façon stricte et permanente ce principe de Création de Valeur actionnariale et surtout partenariale dans leur agenda d'objectifs. Elles se trouvent en effet, dans les premières étapes d'introduction même du système de gouvernance d'entreprise qui est au centre de la question de Création de Valeur et qui permet de modéliser les relations entre les mandants et les mandataires au sein de l'entreprise. Par ailleurs, la capacité des entreprises à relever ce défi de Création de Valeur dépend de l'interprétation donnée à la notion de valeur et des pratiques professionnelles qui en découlent.

De ce fait, les entreprises marocaines sont directement concernées par cette notion de Valeur, ce qui va nous amener à mettre le point sur la relation Financement-Dividendes/Création de Valeur, et le sens de contribution et d'influence de ces deux décisions financières sur la Création de Valeur pour l'ensemble des partenaires de l'entreprise y compris les actionnaires. La relation théorique ainsi postulée appelle la vérification d'une relation empirique encore faiblement explorée auprès des 47 entreprises marocaines cotées à la BVC entre le mode de financement et la politique de dividendes d'une part, et la Création de Valeur actionnariale et partenariale, d'autre part.

Problématique de la recherche.

Le Maroc, conscient de l'importance de l'enjeu des mutations internationales ainsi que du défi de l'ouverture croissante de ses frontières, a entamé différentes réformes du système financier, fiscal et comptable ainsi que juridique spécialement en matière de droit des sociétés. Le système bancaire et le marché financier, ont bénéficié largement de ces mutations et ont connu de multiples évolutions. Les entreprises marocaines sont également appelées à se mettre à niveau pour jouer leur rôle dans ce contexte turbulent en tant que moteur de Création de Valeur, facteur d'encouragement de l'actionnariat et de fidélisation des parties prenantes. L'ensemble de ces éléments : entreprises marocaines, actionnaires et partenaires, système bancaire, marché financier, gouvernance d'entreprise..., laisse à penser la relation d'interaction et d'interconnexion entre ces variables stratégiques et la Création de Valeur actionnariale et partenariale, enjeu majeur des entreprises marocaines.

C'est de ce contexte que notre thèse s'est inspirée pour détecter les éléments influençant la Valeur créée par les entreprises marocaines. Ainsi, nous avons choisi des variables théoriquement débattues pour les tester empiriquement dans le contexte marocain, à savoir : la décision de financement et la politique de distribution de dividendes pratiquée par les entreprises marocaines cotées¹ à la Bourse des Valeurs de Casablanca. Le conflit d'intérêt entre les partenaires stratégiques de l'entreprise marocaine en matière de création et de partage de la valeur aura probablement un impact sur ce processus de Création de Valeur d'où son intégration également comme variable explicative dans notre étude. Trouver des réponses à notre problématique permettra d'évoluer vers un outil d'aide à la décision financière et managériale, et vers l'instauration d'un système de gestion par et pour la valeur pour l'ensemble des partenaires, et par conséquent, améliorer la gouvernance au sein de l'entreprise.

De ce qui précède, nous formulons la problématique de notre recherche en quatre questions principales :

- 1. Dans quel sens la structure financière des entreprises marocaines peut-elle expliquer la Création de Valeur actionnariale et partenariale ?***
- 2. Et quel rôle explicatif jouent les dividendes dans la détermination de la valeur créée par la firme marocaine aussi bien pour ses actionnaires que pour ses partenaires ?***
- 3. Quelles sont les caractéristiques du système de gouvernance des entreprises marocaines ? Et est ce qu'il arrive à régler les conflits d'intérêts entre les différents partenaires de l'entreprise (actionnaires, dirigeants, salariés, Etat...) ?***

¹Notre thèse s'est intéressée au départ à deux échantillons d'entreprises marocaines : cotées en bourse, et les PME/PMI. Des états financiers de plus de 60 PME/PMI ont été réunis. Faute d'opérationnalisme de quelques variables (à expliquer et explicatives) telles que : la valeur actionnariale créée, les dividendes distribués... nous nous sommes contentés de l'échantillon des entreprises cotées à la BVC.

4. Et comment les conflits d'intérêt entre les parties prenantes de l'entreprise marocaine en matière de création et répartition de la Valeur affectent la Création de Valeur actionnariale et partenariale ?

Derrière cette problématique se cache différents débats qui attestent de la difficulté des concepts impliqués et de la diversité des réalités auxquelles ils font référence. C'est ainsi que notre réponse à cette problématique de recherche formulée dans une perspective marocaine, fera appel aux principaux axes qui sont de nature théorique, méthodologique et empirique.

Intérêt et objectifs de notre recherche :

Notre étude présente plusieurs originalités par rapport aux travaux de recherche déjà faits autour de cette thématique à savoir :

- Premièrement, alors que la plupart des travaux surtout en matière de financement sont conduits sur un terrain d'investigation des PME-PMI en se basant sur des études qualitatives, notre recherche s'est intéressée à un échantillon d'entreprises marocaines cotées à la bourse de Casablanca (un échantillon de 47 sociétés cotées), et s'est basée sur une étude économétrique de données de panel pour répondre à la problématique choisie.
- Deuxièmement, tandis que nombre de protocoles d'investigation empirique appréhendent la Création de Valeur dans sa forme la plus connue à savoir la Création de Valeur actionnariale, le travail proposé s'intéresse aux principaux partenaires stratégiques (les actionnaires, les salariées, créanciers financiers, Etat) de la firme marocaine concernés par cette Création de Valeur.
- Troisièmement, tandis que nombre de travaux d'investigation empirique appréhendent la Création de Valeur sur le court terme, à partir des rentabilités anormales constatées, le travail proposé s'intéresse à la valeur boursière ajoutée en matière de CDV actionnariale.
- Quatrièmement, et dans un essai d'opérationnalisation de la CDV partenariale rarement abordée par les sujets de recherche, elle a été approchée par la valeur ajoutée allouée aux différentes parties prenantes.
- Cinquièmement, alors que les études centrent en général l'analyse sur une seule décision financière, celle-ci explore l'impact simultané et comparé du financement, et de la distribution de dividendes sur la CDV actionnariale et partenariale.
- Finalement, le travail explorera également l'impact des conflits d'intérêts entre les différents partenaires de l'entreprise sur la valeur créée pour les actionnaires et les autres parties prenantes, pour tester le débat théorique sur l'influence de ces relations d'agence sur la CDV et afin de tirer des conclusions bénéfiques permettant aux entreprises marocaines d'évoluer vers un système de gestion par la valeur au profit de tous les partenaires stratégiques de la firme.

Ainsi, l'intérêt espéré de cette recherche s'analyse en trois points principaux à savoir :

1- Explorer de nouvelles voies de recherche :

C'est dans le but de répondre aux différents besoins actuels des entreprises marocaines et faire face aux défis de management et de performance que s'inscrit cette thèse.

En effet, nous visons ici à mieux comprendre les décisions financières prises par les entreprises (la décision de financement et celle de distribution de dividendes), et sur quelle base les managers et responsables prennent ces décisions, et par conséquent, quel sera l'impact de ces dernières sur le niveau de la valeur créée par les entreprises au profit de leurs actionnaires et les autres parties prenantes.

Pour ce faire, le recours aux contributions pertinentes de la théorie de la Création de Valeur dans ses deux versions actionnariale et partenariale, et celles de la décision financière (financement et distribution) nous servira de cadre de référence et de base théorique solide, et nous permettra par la suite, de conceptualiser et modéliser la relation entre la politique de financement et celle de distribution des dividendes, et la Création de Valeur financière et managériale dans un contexte marocain.

Cette thèse vise donc, au plan théorique, à contribuer à l'avancement des connaissances sur la décision financière qui optimise la structure financière et la politique de dividendes, et de détecter le sens d'influence de cette décision financière sur la Création de la Valeur financière et managériale chez les entreprises marocaines. La pertinence de notre recherche sur le plan pratique consiste en l'apport des éléments de réponse en rapport avec les défis organisationnels auxquels les dirigeants et entrepreneurs font face pour soutenir la performance et la Création de la Valeur pour les investisseurs et pour l'ensemble des partenaires stratégiques de l'entreprise marocaine.

Cette nouvelle voie de recherche donnera aux dirigeants et responsables une feuille de route et un outil d'aide à la décision, spécialement dans un environnement complexe et turbulent, et où l'objectif de Création de Valeur est ultime.

2- Contribuer à l'avancement des connaissances sur la nouvelle préoccupation des entreprises marocaines à savoir la Création de la Valeur actionnariale et partenariale.

L'avancement des connaissances sur la préoccupation d'actualité des entreprises : la Création de Valeur sous la contrainte du choix d'un mode de financement et d'une politique de dividende, revêt un intérêt majeur dans notre étude.

En effet, ce travail prend comme champs d'application de cette relation d'influence un échantillon de 47 entreprises marocaines cotées à la BVC, et ce pour les raisons suivantes :

- L'obstacle d'opérationnalisme de certaines variables pour l'échantillon collecté des PME/PMI marocaines, ainsi que l'abondance de travaux de recherche faits sur les PME/PMI.
- La deuxième raison, tient au fait que la plupart des efforts de recherche sur les entreprises en général, ont été concentrés autour de trois principaux axes de réflexion: le poids économique par rapport à la concurrence mondiale, le mode de financement et les caractéristiques organisationnelles de ces entreprises. Ce qui rend ces champs d'investigation saturés et non productifs de nouveautés.
- La troisième tient à la rareté des études empiriques traitant spécifiquement de l'impact simultané du mode de financement et de la politique de dividendes sur la Création de la Valeur.
- La pénurie voire l'absence des études abordant l'approche partenariale.

Une de nos principales préoccupations dans ce travail de recherche est de combler ce vide en matière de sujets de recherche faisant référence aux trois théories (financement, distribution, et CDV), tout en choisissant un champ d'application constitué d'un échantillon d'entreprises marocaines cotées.

3- Apporter sur le plan pratique des éléments de réponse pouvant contribuer à l'amélioration de la Valeur créée par les entreprises marocaines et faire évoluer ces dernières vers un système de gestion par la Valeur :

L'intérêt de cette recherche est d'apporter des éléments de réponses théoriques et empiriques aux entreprises et leurs décideurs pouvant les aider en matière de prise de décision financière et managériale et pouvant contribuer à l'amélioration de la valeur créée et faire face aux défis organisationnels engendrés par les changements économiques et réglementaires imposés par la mondialisation. Plus spécifiquement, les résultats de cette recherche fourniront des éléments de réponse au sujet de bonne gouvernance et des pratiques de gestion qui peuvent contribuer efficacement et d'une façon durable au soutien de la Création de Valeur financière et managériale au sein des entreprises marocaines. Les résultats qui seront obtenus permettront éventuellement de dégager des pistes d'enrichissement et d'amélioration des réflexions qui pourront aider les décideurs à évoluer vers un management par la valeur.

Hypothèses et méthodologie de la recherche

L'impact sur la valeur partenariale constitue un champ d'investigation encore vierge, tandis que l'influence de la structure de financement et de la politique de distribution sur la Création de Valeur actionnariale reste ténue et très controversée. C'est précisément l'objet de cette recherche que d'approfondir la connaissance des relations entre décision financière et Création de Valeur dans ses deux états (actionnariale et partenariale).

Nous postulons alors implicitement que la structure financière et la politique de distribution de dividendes pratiquée par les entreprises marocaines cotées (objet de notre échantillon) déterminent leur performance et par la suite influence la valeur actionnariale et partenariale créée. Et que la création de valeur peut être influencée également par les conflits d'intérêts entre les différents partenaires (actionnaires, dirigeants, salariés, créanciers financiers...) qui cherchent à s'accaparer de l'essentiel de cette valeur créée.

En somme, nous projetons de tester empiriquement les hypothèses suivantes :

H1. La décision de financement prise par les entreprises marocaines cotées, exerce une influence (positive ou négative) sur la Valeur actionnariale (Market value added).

H2. La politique de distribution de dividendes pratiquée par les entreprises marocaines cotées, exerce une influence (positive ou négative) sur la Création de Valeur actionnariale (Market value added).

H3. La décision de financement prise par les entreprises marocaines cotées, exerce une influence (positive ou négative) sur la valeur partenariale (pour les principaux partenaires stratégiques de l'entreprise : salariés, créanciers financiers, Etat...).

H4. La politique des dividendes pratiquée par les entreprises marocaines cotées, exerce une influence (positive ou négative) sur la Valeur partenariale (pour les principaux partenaires stratégiques de l'entreprise : salariés, créanciers financiers, Etat...).

H5. Les conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes en matière de création et de partage de la valeur créée influencent (positivement/négativement) la Valeur actionnariale et partenariale.

- **Méthodologie de recherche :**

La méthodologie adoptée dans notre étude consiste à tenter d'obtenir des résultats statistiquement significatifs et théoriquement cohérents sur l'échantillon choisi des entreprises marocaines cotées, et les généraliser à l'ensemble des entreprises marocaines cotées ainsi qu'aux grandes entreprises non cotées. Nous observons des caractéristiques précises sur un ou plusieurs individus d'une classe et nous essayons de démontrer la possibilité de généraliser ces caractéristiques à l'ensemble de la classe considérée. C'est la succession observation — analyse — interprétation — généralisation. Cette méthode appelée méthode hypothético-déductive est très usitée en sciences sociales et s'appuie beaucoup sur les techniques d'inférence statistique (tests qui permettent de mesurer le risque d'erreur et l'étendue des possibilités de généralisations-extrapolations). Partant d'une (ou plusieurs) hypothèses, nous appliquons un raisonnement déductif, c'est le cas de l'économétrie qui se base sur des hypothèses et des théorèmes généraux pour démontrer des relations entre variables particulières dans un cas spécifique².

La structure de la thèse.

La structure de l'étude essayera de tracer les trois axes de réponse (théorique, méthodologique et empirique) à la problématique formulée. Le premier axe consiste à définir les soubassements théoriques de la décision financière (financement et distribution des dividendes).

Cet axe traitera également la théorie de la Création de Valeur avec ses deux branches actionnariale et partenariale. Dans le même ordre d'idées, la conceptualisation et la mesure de la relation d'influence postulée entre les deux premières théories et la Création de valeur seront ensuite discutés sur la base des pensées et théories en la matière.

Le deuxième axe méthodologie consiste à présenter et expliquer notre méthodologie de recherche suivie et qui consiste à proposer un cadre d'analyse permettant d'appréhender les états des lieux dans un contexte purement marocain. Pour qu'en troisième axe, l'étude empirique faite sur l'échantillon des entreprises marocaines cotées exposera les éléments de réponses à la problématique posée.

Notre étude sera articulée autour de ces trois axes cités en dessus (théorique, méthodologique et empirique), et pour les traiter elle sera structurée autour de cinq chapitres majeurs à savoir :

Introduction générale

Ce premier volet introduira notre contexte marocain de recherche, et lancera la problématique qui sera traitée tout au long de cette thèse.

L'intérêt de ce travail pour les décideurs, responsables, et l'ensemble des partenaires de l'entreprise marocain pour une optimisation de la prise de décision, sera suivi de la méthodologie de traitement de notre problématique. Pour exposer l'ensemble de ces points et les détailler la structure de la thèse servira de guide pour leur traitement logique et enchaîné.

²Aktouf.O : « Méthodologie des sciences sociales et approche qualitative des organisations. Une introduction à la démarche classique et une critique ». Montréal : Les Presses de l'Université du Québec, 1987.

Premier chapitre : Les fondements théoriques de la décision de financement, la politique des dividendes et de la création de valeur actionnariale et partenariale

Ce premier chapitre introduira les fondements théoriques dans un premier temps de la décision de financement et les critères de choix d'un mode ou de l'autre par les entreprises. Nous exposerons ensuite les soubassements de la politique de dividendes ainsi que les déterminants de cette décision si importante pour les entreprises et pour leurs investisseurs. Enfin, les fondements théoriques de l'approche de création de valeur seront traités avec distinction entre valeur actionnariale et valeur partenariale.

Deuxième chapitre : Les modèles de dépendance entre la structure financière, la politique de dividende et la valeur de l'entreprise.

L'ensemble des concepts théoriques ainsi exposé et analysé, la relation d'influence et les liens de dépendance entre la décision de financement et la création de valeur seront étudiés et analysés dans un premier temps, avant de passer à l'autre variable présumée explicative de la valeur de l'entreprise à savoir la relation d'influence des montants distribués aux actionnaires au titre de dividendes et la valeur de l'action de ladite société.

Troisième chapitre : Méthodologie de recherche.

Dans ce chapitre, nous poserons notre problématique dans le cadre marocain appliqué aux entreprises marocaines.

L'étude du gouvernement des entreprises au Maroc dans ce chapitre peut contribuer à une meilleure compréhension des interactions entre l'évolution des modes de gestion des entreprises marocaines et les profondes transformations de leur environnement économique, juridique et institutionnel, ce qui contribue à la compréhension des transformations permanentes dans les conditions d'exercice des entreprises marocaines.

Ces évolutions du système de gouvernement des entreprises impliquent une plus grande attention aux conditions de performance des entreprises et de création de valeur pour l'ensemble de leurs actionnaires et partenaires. Ceci passe par une analyse des modalités d'exercice et de contrôle du pouvoir des dirigeants, les normes liées à la prise de décision et les conflits d'intérêts au sein de ces entreprises. La question porte donc sur l'existence et de la pertinence d'un éventuel mode de gouvernement des entreprises marocaines et la nature de ce modèle.

La formulation des hypothèses de la recherche dans le cadre marocain nous permettra par la suite de nous situer par rapport à notre problématique et par rapport à l'examen empirique de nos données sur les entreprises marocaines cotées.

La procédure de collecte et d'analyse des données sera enfin suivie de la méthodologie choisie pour traiter ces informations financières et économiques et qui consistera en une analyse économétrique basé sur les données de panels des 47 sociétés cotées choisies parmi 75 entreprises sur une période de cinq ans (2005-2009).

Quatrième chapitre : L'influence de la structure financière et de la politique des dividendes sur la création de valeur actionnariale et partenariale : Résultats et interprétation.

Dans ce chapitre seront exposés les résultats et l'interprétation de la modélisation économétrique des données de panels de l'échantillon des entreprises cotées choisi. Les modèles concernent la modélisation de notre problématique : celle de l'influence de la structure financière et de la politique des dividendes sur la création de valeur actionnariale et partenariale au sein d'un échantillon d'entreprises marocaines cotées à la BVC.

Conclusion générale et implications.

Le dernier point résumera les principaux résultats obtenus, et leur cohérence avec la théorie évoquée en la matière, ainsi que l'aboutissement de notre travail. Nous ne manquons pas citer les obstacles et limites rencontrées lors de notre travail de recherche, et par conséquent, l'extension et les recommandations à prendre en compte lors d'un prochain travail investi dans le même sens.

PREMIER CHAPITRE

LA DECISION DE FINANCEMENT, LA POLITIQUE DES DIVIDENDES ET LA CREATION DE LA VALEUR : LES FONDEMENTS THEORIQUES

Introduction.

Les entreprises doivent s'assurer de disposer de moyens financiers nécessaires à leur fonctionnement et à leur développement, mais surtout de pouvoir rentabiliser au mieux ces moyens. Le choix des moyens de financement est une décision qui émane de la politique financière tracée par l'entreprise pour accomplir aussi bien des projets d'investissement que pour financer son cycle d'exploitation, tout en prenant en compte le coût et les autres déterminants de ce choix. C'est en effet, l'objet de la première section de ce chapitre qui expose les fondements théoriques de la décision de financement (2.1). Cette décision de financement comprend différents choix à savoir :

- Le choix de la répartition entre les capitaux propres et l'endettement.
- Le choix entre financement interne (autofinancement) et externe.
- Le choix entre réinvestissement du surplus de liquidité et distribution de dividendes.

Donc la décision de financement et celle de distribution de dividendes se chevauchent, et sont intrinsèquement liées avec une relation causale. En effet, une politique qui privilégie le financement interne conduit à la rétention des dividendes et au renforcement des fonds propres. C'est ainsi, que la deuxième section (2.2) examinera le cadre conceptuel de cette politique de distribution. Finalement, la troisième section (2.3) abordera les fondements théoriques de la troisième approche de notre étude à savoir la création de valeur actionnariale et partenariale.

1.1 Les fondements théoriques de la décision de financement.

1.1.1 Les différents modes de financement : Caractéristiques, et conséquences financières.

L'ensemble des besoins de l'entreprise doivent être financés par des moyens y correspondant. La fonction financière dans l'entreprise a pour objectif essentiel de réaliser cet équilibre financier, et pour ce faire elle doit respecter la condition d'orthodoxie financière qui stipule que les emplois de long terme de l'entreprise doivent être financés par des ressources de long terme, et les emplois de court terme par des ressources de court terme.

Les entreprises peuvent recourir à plusieurs façons pour financer leurs besoins en liquidité, et doivent faire le choix entre financement interne (autofinancement) et externe (fonds apportés par les actionnaires et créanciers). Par ailleurs, on assiste depuis quelques années à l'apparition de "nouveaux fonds propres", tels que les actions à dividendes prioritaires, les certificats d'investissement, et les prêts participatifs...

1.1.1.1 Les fonds propres d'origine interne :

- L'autofinancement.

L'autofinancement désigne l'ensemble des ressources que dégage l'entreprise en vue de financer ses propres investissements. Ces ressources sont secrétées par l'exploitation et sont essentiellement les bénéfices non distribués et les dotations d'amortissements et aux provisions. En effet, le réinvestissement des bénéfices suit la politique de rétention des bénéfices réalisés par l'entreprise, alors que les dotations aux amortissements et aux

provisions, et qui sont constituées par les entreprises en franchise d'impôt, et dans l'attente de leur réalisation ou reprise, elles viennent également en consolidation des ressources propres. Cet autofinancement est égal à la différence entre la capacité d'autofinancement et les dividendes³ prélevés sur le résultat de l'exercice.

Autofinancement = CAF - Dividendes

L'autofinancement de l'entreprise peut se calculer aussi à partir de l'Excédent Brut d'Exploitation (E.B.E.) :

Autofinancement = E.B.E - Frais financier - Dividendes

- L'augmentation de capital par incorporation de réserves.

L'augmentation de capital réalisée par la simple remontée du poste "réserves" vers le poste "capital social" ne modifie en rien la valorisation de la société. La finalité de cette pratique est la consolidation du capital social et la politique de rémunération des actionnaires. Car, même si la distribution des actions gratuites n'augmente pas la richesse immédiate des actionnaires, cela se traduit par l'augmentation des dividendes versés aux actionnaires.

1.1.1.2 Les fonds propres d'origine externe :

Se financer par des fonds propres externes fait appel à l'opération d'augmentation de capital via la souscription d'actions nouvelles en numéraires, par apport en nature, ou encore par conversion de dettes. Les subventions d'investissement et le capital risque sont également des types de fonds propres.

L'augmentation de capital par souscription d'actions nouvelles en numéraires a pour effet immédiat d'accroître la liquidité des entreprises, donc améliorer leur situation de trésorerie. Cet accroissement de fonds propres se traduit également par une augmentation du fonds de roulement net (FRN) et une amélioration de la structure financière.

Si cette modalité d'augmentation de capital constitue une ressource de financement par excellence pour les entreprises, elle peut entraîner plusieurs problèmes : dilution des résultats par action, et surtout dilution du pouvoir de contrôle des anciens actionnaires notamment s'ils se trouvent incapables de souscrire à l'émission. A ces problèmes de contrôle du capital, s'ajoutent les coûts élevés d'émission, climat général du marché boursier...

L'opération d'augmentation de capital par apport en nature offre à l'entreprise un actif en nature (immeuble, titres, stocks, brevets, créances, fonds de commerce) au lieu de liquidités. Ce type d'opération renforce donc les fonds propres de l'entreprise et améliore son ratio d'endettement mais laisse la situation de la trésorerie inchangée. En effet, l'impact sur le fonds de roulement net (FRN) d'un apport en actifs immobilisés (terrains, immeubles) est nul puisque l'augmentation des capitaux permanents est compensée par une augmentation identique des actifs immobilisés. En revanche, dans le cas d'un apport en actifs d'exploitation (stocks, créances commerciales), le FRN augmente mais cet accroissement est accompagné par une augmentation identique du besoin en fonds de roulement (BFR).

L'augmentation de capital par conversion de dettes est le cas d'une société ne pouvant faire face au remboursement d'une dette importante, et sera amenée à transformer tout ou partie de la dette à terme en capital social. La question de la rationalité de cette décision de remplacement de la dette par des fonds propres est, cependant, nuancée dans la mesure où ces derniers ont normalement un coût plus élevé que celui de la dette comme nous le verrons ultérieurement.

En effet, l'équilibre financier de l'entreprise n'est amélioré que lorsqu'il s'agit de la conversion de dettes à court terme, car dans ce cas, le FRN et la trésorerie augmentent du montant de la conversion, alors que l'impact est nul s'il s'agit de la conversion de dettes à long et moyen terme.

³Selon le plan comptable marocain.

Tableau 1 : Les conséquences financières des différentes opérations sur le capital :

Opérations sur le capital	Structure financière FP/DF	Equilibre financier	
		FRN	TRE
- Apport en numéraire	↗	↗	↗
- Apport en nature :			
* immobilisations	↗	=	=
* actifs d'exploitation	↗	↗	=
- incorporation de réserves	=	=	=
- conversion de dettes			
* à long terme	↗	=	=
* à court terme.	↗	↗	↗

Source : Ouvrage ALBOUY M. « Financement et coût du capital des entreprises ». Page 39.

Les subventions d'investissement comme les primes de développement régional, primes d'aménagement du territoire, subventions pour la création d'installations antipollution, primes aux investissements générateurs d'économie d'énergie... sont des aides financières octroyées aux entreprises par l'Etat ou par des collectivités publiques (communes, départements, régions, chambres de commerce...) et sont destinées à financer l'acquisition d'immobilisations ou des activités à long terme. Et lorsqu'elles financent l'acquisition d'immobilisations, les subventions d'investissement sont appelées subventions d'équipement, et sont annexées dans ce cas aux fonds propres.

Quant aux investisseurs en capital risque (Venture-capital), ils apportent du capital, ainsi que leurs réseaux et expériences à la création et aux premières phases de développement d'entreprises innovantes ou de technologies considérées comme à fort potentiel de développement et de retour sur investissement. Sauf qu'ils ne participent pas à la gestion de l'entreprise et gardent, néanmoins une participation aux organes de décision.

Ce mode de financement offre plusieurs avantages pour les entreprises. En effet, étant effectué sous forme de fonds propres, il permet d'améliorer la structure financière et les ratios financiers de l'entreprise, il ne génère pas de remboursement à court terme du fait que le capital investi et les fonds auto-générés serviront exclusivement à l'accélération de la croissance de l'entreprise. L'absence de garanties, de sûretés ou de cautions exigées par l'apporteur de fonds est un autre avantage de ce mode de financement.

Le capital risque peut prendre trois principales formes⁴ :

- Le capital développement qui consiste en un apport de capitaux à une entreprise courant un risque technologique et dont le développement nécessite un apport de fonds propres externes.
- Le capital transmission qui se traduit par un rachat d'entreprise en recourant à l'effet de levier de la dette.
- Le capital-risque, stricto-sensu, qui se veut comme une opération consistant à accompagner financièrement une entreprise innovatrice dans un domaine à forte valeur ajoutée technologique.

⁴RIGAR M : « Les pratiques de financement des entreprises marocaines » Thèse de doctorat en gestion, Rabat-Agdal.

1.1.1.3 Les quasi-fonds propres :

- Les comptes courants d'associés bloqués.

Les apports en comptes courants d'associés (avances et prêts consentis par les actionnaires, en plus de leur participation au capital) peuvent être bloqués par les entreprises pour une certaine durée afin de consolider leurs fonds propres en les incorporant au capital social. Ils sont, par conséquent, rémunérés par des intérêts fiscalement déductibles à condition que le capital de la société soit totalement libéré, et que le taux de rémunération de ces comptes ne dépassent pas le taux stipulé par la réglementation.

- Les titres participatifs et les prêts

L'émission des titres participatifs est réservée à certaines sociétés par action du secteur public et aux sociétés coopératives, et sont négociables sur le marché boursier. Il s'agit essentiellement, de permettre à ces entreprises de pouvoir augmenter leurs fonds propres. Le TP donne droit à la perception d'un coupon annuel qui se compose d'une partie fixe s'inspirant du fonctionnement des obligations et d'une partie variable indexée sur un indicateur comptable de l'entreprise comme par exemple le chiffre d'affaires, la marge brute d'autofinancement, le résultat net...

Quant aux prêts participatifs, ce sont des prêts à long terme, dont le prêteur accepte en cas de difficultés d'être réglé après les autres créanciers. Cette formule permet d'augmenter la capacité d'endettement de l'entreprise dans la mesure où le prêt participatif est assimilé comptablement à des capitaux propres. En ce qui concerne la rémunération de ces prêts, le taux d'intérêt est composé d'une partie fixe majoré d'une autre partie variable selon les résultats de l'entreprise. Fiscalement, l'intérêt versé est déductible comme un intérêt sur un prêt ordinaire.

Malgré le fait que ces prêts participatifs sont assimilés, au regard de l'appréciation financière, à des fonds propres, il est bien certain qu'il s'agit en fait de véritables dettes financières.

- Les certificats d'investissement.

Le certificat d'investissement est une valeur mobilière représentant une fraction du capital social d'une société. Il ne peut être supérieur au quart du capital social et doit être approuvée par une assemblée générale extraordinaire. Il consiste à démembrer l'action en deux éléments : le certificat d'investissement qui donne droit au dividende et le certificat de droit de vote qui présente les autres droits d'une action. Ainsi, grâce à la cession de certificats d'investissement, un groupe d'actionnaires majoritaire peut se faire des liquidités sans perdre une partie de son pourcentage de contrôle.

- Les actions à dividendes prioritaires sans droit de vote⁵.

Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote peuvent être créées par augmentation de capital ou par conversion d'actions ordinaires déjà émises. Elles peuvent être converties en actions ordinaires. Ces actions ne peuvent représenter plus du quart du montant du capital, et donnent droit à un dividende prioritaire prélevé sur le bénéfice distribuable de l'exercice avant toute autre affectation.

Le dividende prioritaire ne peut être inférieur ni au premier dividende calculé conformément aux statuts, ni à un montant égal à 7,5% du montant libéré du capital représenté par les actions à dividende prioritaire sans droit de vote. La contrepartie du dividende prioritaire est la perte du droit de vote à l'assemblée générale des actionnaires de la société. L'ADP renforce alors les fonds propres de l'entreprise et ne modifie pas le pouvoir au sein d'elle.

⁵La loi S.A, titre IX, chapitre I, article 263-264.

- Les obligations convertibles.

Il s'agit de véritables obligations qui peuvent se convertir ou permettre d'acquérir de véritables actions. On pourrait également ranger dans cette catégorie les obligations à bons de souscription d'actions.

1.1.1.4 Les fonds d'emprunts :

On distingue généralement les emprunts indivis qui sont accordés par les institutions de crédit, des emprunts obligataires qui sont réservées aux grandes entreprises cotées, et qui donnent lieu à l'émission dans le public de titres de créances négociables : les obligations. Le crédit-bail est une autre alternative qui s'est largement répandue et constitue une source de financement de plus pour les entreprises.

- L'emprunt bancaire.

Généralement, les entreprises financent leurs programmes d'investissement en combinant des crédits à moyen terme avec un prêt à long terme contractés auprès des banques et des établissements financiers spécialisés. Et ils sont généralement accompagnés d'une prise de garantie.

Le prêt fait l'objet d'un contrat prévoyant le versement effectif des fonds en une ou plusieurs fois ainsi que l'échéancier de remboursement. Contrairement au prêt, le crédit ne donne pas lieu obligatoirement au versement des fonds : l'entreprise utilise sa "ligne de crédit" en fonction de ses besoins et des accords passés avec l'institution crédit. En général, les emprunts à long terme prennent la forme de prêts et les emprunts à moyen terme celle de crédits.

- L'emprunt obligataire.

Au lieu de s'endetter auprès des établissements de crédit et les banques, les entreprises privées cotées en Bourse et les grandes entreprises du secteur public peuvent faire appel directement à l'épargne publique en émettant des obligations, qui sont des titres de créances négociables sur le marché financier.

L'acheteur d'une obligation n'est pas obligé de conserver son titre jusqu'à la date de remboursement prévue. Il peut très bien la revendre en Bourse avant l'échéance et récupérer son capital.

L'émission d'obligations⁶ n'est permise qu'aux sociétés anonymes :

- Ayant deux années d'existence et qui ont clôturé deux exercices successifs dont les états de synthèse ont été approuvés par les actionnaires ;
- Dont le capital social a été intégralement libéré.

1.1.1.5 Le crédit leasing.

Le crédit-bail permet à l'entreprise d'utiliser un bien sans avoir l'obligation de l'acheter, que ce soit avec ses propres fonds ou en s'endettant. Il s'agit donc autant d'un type d'investissement que d'un moyen de financement.

Dans un contrat de crédit-bail, le bailleur loue au locataire des équipements professionnels durant la période de location qui correspond généralement à la durée d'amortissement fiscal du bien. En contre partie, le locataire verse un loyer au bailleur qui reste propriétaire des équipements. Une clause peut prévoir le rachat du matériel par le locataire à la fin du contrat. La structure du bilan reste donc inchangée puisque les équipements, machines,... qui sont en crédit-bail n'apparaissent pas au bilan, mais font l'objet d'une note jointe à l'état des informations complémentaires, ceci donne une plus grande sécurité au bailleur qui conserve la propriété du bien. Cependant, le crédit-bail coûte plus cher qu'un financement classique.

⁶La loi S.A, chapitre III des obligations, article 293.

Il se peut aussi que l'entreprise cède des immobilisations à une société de crédit-bail pour les lui relouer ensuite. Il s'agit du lease-back, qui permet à l'entreprise cédante de récupérer des fonds et d'alléger sa structure financière, mais l'oblige par ailleurs à s'engager envers l'acquéreur sur la durée de la location et le montant des loyers.

1.1.2 Les critères de choix des modes de financement :

Le choix des moyens de financement est une décision qui ne peut être prise en privilégiant une variable au détriment de l'autre. Certes, la variable fiscale est plus privilégiée par rapport aux autres critères, mais une décision optimale ne peut négliger le poids des autres variables qui peuvent aussi être plus déterminantes telle : la nécessité de conserver un ratio d'autonomie financière suffisant ou encore répondre au souci des actionnaires majoritaires désireux de conserver le contrôle de l'entreprise. Le risque de défaillance est aussi à prendre en compte dans toute décision d'endettement.

Toutefois, toute décision rationnelle doit, en principe, intégrer le coût de chacun des modes de financement. Le coût du capital d'une entreprise dépend, en effet, de la combinaison, capitaux propres-dettes, choisie par l'entreprise. Et la mise en place d'une structure financière optimale doit être effectuée en tenant compte de toutes les variables précitées.

1.1.2.1 Les règles de l'équilibre financier :

- *La règle de l'équilibre financier minimum* stipule que les emplois stables doivent être financés par des ressources durables. Ainsi, le respect de cette règle définit les limites entre financement par ressources durables et financement par crédit à court terme.

- *La règle de l'autonomie financière* ou encore d'endettement maximal, est une règle qui exige que le montant des dettes financières (hors trésorerie passif) ne doit pas excéder le montant des fonds propres. Le respect de cette règle d'autonomie financière peut être exprimé par les ratios suivants :

Capitaux propres/ dettes financières (ce ratio doit être supérieur à 1).

Dettes financières/ capitaux propres (ce ratio doit être inférieur à 1).

Capitaux propres/ financement permanent (qui doit être supérieur à ½).

En effet, l'autonomie financière de l'entreprise se trouve compromise si les dettes financières sont égales ou supérieures aux capitaux propres. L'entreprise dans cette situation ne peut accroître son endettement qu'en offrant d'importantes garanties (hypothèques, cautions...), et en acceptant que les prêteurs exercent un certain contrôle en contrepartie du risque élevé qu'ils acceptent de courir.

- *La règle de la capacité de remboursement* veut que le montant de la dette financière ne doive pas représenter plus de 3 ou 4 fois le montant de la capacité financière annuelle moyenne prévue par l'entreprise. Ce qu'on peut l'exprimer par le ratio :

Dettes financières / CAF (qui doit être inférieur à 3 ou 4).

Si l'entreprise ne respecte pas cette règle, elle ne peut estimer une augmentation de ses dettes et son choix se limitera alors aux capitaux propres et aux autres techniques de financement comme le crédit-bail.

- *La règle du minimum d'autofinancement* exige que les entreprises doivent trouver un financement propre d'un minimum de 30% des investissements pour lesquels elles sollicitent des crédits.

1.1.2.2 Le critère de la rentabilité financière (Effet de levier):

Beaucoup d'entreprises se fixent comme objectif général la maximisation du bénéfice par action, ce qui revient à maximiser la rentabilité financière ou encore la rentabilité des capitaux propres, exprimée par le rapport :

Résultat net / Capitaux propres.

Or cette rentabilité est fonction de la structure financière, c'est-à-dire de la proportion qui existe entre les dettes financières et les capitaux propres. On appelle effet de levier la différence entre la rentabilité des capitaux propres et la rentabilité économique (Résultat d'exploitation/ l'actif économique). En effet, il explique le taux de rentabilité des capitaux propres en fonction du taux de rentabilité de l'actif économique et du coût de la dette.

Ainsi, l'ensemble des emplois, c'est-à-dire l'actif économique, est financé par les capitaux apportés par les créanciers et les actionnaires. Ces emplois dégagent un résultat d'exploitation lui-même réparti entre les frais financiers (rémunération des prêteurs) et le résultat net revenant aux actionnaires.

Le principe de l'effet de levier est le suivant: lorsqu'une entreprise s'endette et investit les fonds empruntés dans son outil industriel et commercial, elle obtient sur ce montant un certain résultat d'exploitation normalement supérieur aux frais financiers de l'endettement. L'entreprise réalise donc un surplus, différence entre la rentabilité économique et le coût de l'emprunt sur la somme empruntée. Ce surplus revient aux actionnaires et majore la rentabilité des capitaux propres. L'effet de levier de l'endettement augmente donc la rentabilité des capitaux propre, mais ceci n'est vérifié que si et seulement si : la rentabilité économique est supérieure au coût de l'endettement. Sinon, l'entreprise emprunte à un taux supérieur à la rentabilité qu'elle peut obtenir de l'investissement dans son actif économique des fonds empruntés. Il y a dès lors un déficit qui vient s'imputer sur la rentabilité économique dégagée par les capitaux propres. Le résultat s'amoindrit et la rentabilité des capitaux propres devient inférieure à la rentabilité économique⁷.

$$RCP = Re + (Re - i) * D/CP$$

Où :

RCP est la rentabilité des capitaux propres

Re : la rentabilité économique après impôt,

I : le coût net de l'endettement ;

D : le montant de l'endettement net ;

CP : le montant des capitaux propres.

Le rapport D /CP est appelé levier financier.

L'effet de levier est égal à :

$$(Re - i) * D/CP$$

La rentabilité des capitaux propres est donc égale à la rentabilité économique majorée de l'effet de levier.

D'un point de vue financier, l'intérêt du raisonnement en termes de taux comptables de rentabilité économique et des capitaux propres est particulièrement limité. En effet, l'effet de levier est établi sur une base comptable, et n'intègre pas le risque ; et par conséquent, ne peut en aucun cas servir, seul, à aboutir à des décisions saines.

N'oublions pas que si l'entreprise est cotée sur un marché financier efficace, les investisseurs exigeront une prime de risque sur l'entreprise endettée, et donc l'avantage de la dette risque d'être remis en question. Par ailleurs, il faut raisonner en terme de valeurs de marché et non pas de valeurs comptables pour prendre des décisions en matière d'investissement tout en respectant la logique des marchés financiers. En effet, il faut s'interroger plutôt de l'influence de la structure financière sur la valeur de marché de l'entreprise, et non pas de l'influence de l'endettement sur la rentabilité financière.

1.1.2.3 Le contrôle de l'entreprise.

La dilution du contrôle est la réduction de droits sur l'entreprise subie par un actionnaire pour qui l'augmentation de capital n'entraîne ni entrée, ni sortie de fonds⁸.

⁷ On parle dans ce cas de l'effet massue.

⁸ VERNIMMEN .P : « Finance d'entreprise » 10 Edition, DALLOZ 2009.

En effet, lorsque les actionnaires ne suivent pas l'augmentation de capital au prorata de leur participation actuelle ils subissent cette réduction. Ces actionnaires actuels bénéficient le plus souvent d'un droit préférentiel de souscription⁹ qui leur permet d'acheter ces actions nouvelles émises à un prix sensiblement inférieur à leur valeur. Ce droit peut lui-même être négocié et acquis par des investisseurs qui souhaitent devenir actionnaire à l'occasion de cette opération. En l'absence de droit de souscription le calcul de la dilution du contrôle est simple :

$$\text{La dilution} = \frac{\text{Produit de l'augmentation de capital}}{\text{Valeur des capitaux propres avant l'opération} + \text{Produit de l'augmentation de capital}}$$

Il est intéressant de calculer la dilution due uniquement à l'augmentation de capital, indépendamment du mécanisme du droit de souscription. Car l'augmentation de capital réalisée à l'aide de droits préférentiels de souscription fausse le calcul, car ils permettent à un actionnaire ancien de suivre en partie, l'augmentation de capital sans que cette opération entraîne pour lui ni entrée ni sortie de fonds. Il lui suffit de vendre une partie de ses droits et de souscrire avec le produit de cette vente à l'augmentation de capital en utilisant le solde de ses droits.

1.1.2.4 La fiscalité et le choix du mode de financement :

Le choix d'une structure financière de l'entreprise ne peut être basé juste sur des critères financiers et économiques, car les moyens de financement sont traités indifféremment par le droit fiscal. Cette disparité émane principalement de l'avantage fiscal dont bénéficient les intérêts financiers liés aux capitaux empruntés, alors que la rémunération des fonds propres (les dividendes) est doublement imposée d'abord à l'impôt sur les résultats puis à l'impôt sur les distributions.

1.1.2.5 Le coût du capital et la structure financière.

Une entreprise est créatrice de valeur si elle dégage, au travers de son exploitation, une rentabilité supérieure au coût de son capital (ou coût de ses ressources financières).

Ce coût du capital est une moyenne pondérée de l'ensemble des coûts des capitaux investis dans la dite firme. Ainsi, les créanciers financiers sont rémunérés par les frais financiers et la rentabilité de leur investissement est le taux d'intérêt de la dette, pour autant bien entendu que l'entreprise ne fasse pas défaut.

Les fonds propres ont aussi un coût généralement plus important que celui demandé par les créanciers même s'il est invisible dans les états comptables des entreprises. Ceci est expliqué par le fait que les actionnaires acceptent de prendre plus de risques que les obligataires. Le grand problème est d'estimer ce « coût » des fonds propres.

En pratique, le prix du financement est plutôt issu d'une analyse conjointe du coût de l'autofinancement (2.1.5.2.1), des fonds propres (2.1.5.2.2) et du coût des dettes (2.1.5.2.3). Donc, il s'agit d'un coût moyen pondéré qui reflète le coût de la structure financière (2.1.5.2.4) de l'entreprise.

⁹Le droit préférentiel de souscription est un droit attaché à chaque action ancienne qui permet à son détenteur de souscrire à l'émission d'actions nouvelles. L'actionnaire ancien possède donc un droit de priorité pour souscrire à l'augmentation de capital qu'il peut par ailleurs vendre pendant toute la durée de l'opération. C'est un droit vénal qui permet d'ajuster le prix d'émission à la valeur marchande de l'action.

- L'autofinancement et son coût.

La décision de s'autofinancer au maximum est une décision de gestion interne à l'entreprise. Cette décision est justifiée dans la plupart du temps par le fait que c'est la source de financement la moins chère si on ne prétend pas qu'elle est gratuite. Tout dépend, en fait, de la structure financière de l'entreprise :

- Si elle n'est composée que par des fonds propres (endettement nul), l'autofinancement appartient alors entièrement aux actionnaires. Et pour utiliser cette ressource financière, ces derniers exigeront généralement un taux de rentabilité qui est le coût des fonds propres.
- Si l'entreprise, par contre, finance son investissement essentiellement par des dettes, l'autofinancement servira à rembourser les dettes financières. Mais si l'entreprise désire affecter son autofinancement à de nouveaux projets, tout en maintenant une structure financière constante, elle sera obligée de contracter de nouvelles dettes qui vont rembourser les anciennes. Dans ce cas, le coût d'utiliser l'autofinancement sera en fait le coût des nouvelles dettes.

Au total, l'autofinancement dégagé des anciens investissements ne doit être réinvesti dans de nouveaux projets que si ces derniers dégagent une rentabilité au moins égale au coût moyen pondéré du capital de l'entreprise sous peine de voir sa valeur de marché diminuer.

Donc, avec une structure financière constante, le taux de rentabilité qu'une entreprise devra exiger sur ses nouveaux investissements - même s'ils sont autofinancés à 100% - sera tout simplement le coût moyen pondéré du capital¹⁰.

Malgré le fait que l'autofinancement peut être dans certains cas le moyen de financement le moins cher, il a, cependant, des conséquences lourdes sur la croissance et le développement futur de l'entreprise car il limite le budget d'investissement et rejette des projets à valeur actuelle nette positive.

- Le coût des fonds propres (FP)

Le risque pris par les actionnaires est toujours supérieur à celui pris par les banquiers et les obligataires, ce qui justifie leur exigence d'un rendement supérieur au taux d'intérêt de la dette. Plusieurs méthodes peuvent être utilisées pour estimer cette exigence de rendement des fonds propres.

Deux grandes méthodes sont privilégiées :

- Les modèles actuariels qui ont l'avantage de donner une estimation du coût des fonds propres dans une perspective à long terme de l'entreprise. Cependant, ces modèles ignorent le prix du risque sur les marchés financiers, et dépendent essentiellement de variables internes à la gestion de l'entreprise.
- Le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF), par contre permet de combler ce manque des modèles actuariels puisqu'il calcule le prix du risque sur le marché. Toutefois, et même il semble être solide il se heurte à de sérieuses difficultés.

Ce modèle MEDAF permet de déterminer le rendement requis d'un actif risqué en fonction de son risque systématique¹¹.

Développé à la fin des années 1950 et pendant les années 1960 à partir des travaux de H. Markowitz, J. Linter, J. Taylor, et William Sharpe, le MEDAF se pose comme hypothèses de base la rationalité des investisseurs et la symétrie d'informations (marchés efficients¹²). Il cherche à connaître la rémunération exigée sur un titre en fonction de son risque, et non plus sur un portefeuille.

¹⁰Voir infra : " Le coût du capital et le choix de la structure financière ".

¹¹Définition tirée de l'ouvrage de BARREAU J., DELAHAYE J : « DECF manuel & applications : Gestion financière » 10^{ème} édition DUNOD, Paris 2001, page 51.

¹²Ou encore marchés à l'équilibre ou marchés parfaits. Cette efficience de marchés présume que le prix des titres financiers reflète toute l'information pertinente disponible, à tout moment et à coût faible.

Par ailleurs, le taux de rentabilité attendu par le marché sur un actif risqué est estimé à partir de trois variables : le taux d'intérêt sur les actifs sans risque, l'espérance de rentabilité au marché, et un coefficient de risque (risque systématique de l'action appelé Bêta).

En effet, le risque global d'un titre peut être scindé en deux risques :

- Le risque spécifique ou risque intrinsèque : résulte uniquement des événements qui affectent un titre bien défini, tels la mauvaise gestion de l'entreprise,...Cependant, la diversification du portefeuille peut éliminer ce risque.
- Le risque de marché ou risque systématique : affecte l'ensemble des titres financiers, il est dû aux évolutions et changements de l'économie, des lois juridiques et fiscales....et ne peut être éliminé par la diversification.

Risque total = Risque du marché + Risque spécifique.

Ainsi, la rentabilité exigée par l'investisseur peut être exprimé à l'aide du MEDAF comme suit :

$$R = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Avec :

R : le taux de rentabilité exigé par un investisseur ;

R_f : rentabilité d'un actif sans risque ;

β : le coefficient Bêta exprimant la volatilité ou la sensibilité.

R_m : la rentabilité exigée par le marché dans son ensemble.

$(R_m - R_f)$: la prime de risque du marché.

Le coefficient Bêta mesure la sensibilité d'un titre i au risque du marché et s'obtient, mathématiquement, en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché :

$$\beta = \text{Cov}(r_i, r_M) / V(r_M)$$

$\text{Cov}(r_i, r_M)$ est la covariance de la rentabilité du titre i et celle du marché, et $V(r_M)$ étant la variance de la rentabilité du marché.

Ainsi, la rémunération exigée par l'investisseur n'est liée qu'à la partie du risque qu'il ne peut pas éliminer, c'est-à-dire elle est liée uniquement au risque de marché, et elle est égale au taux de l'argent sans risque majoré d'une prime de risque du marché. Le risque spécifique n'est pas rémunéré dans un marché parfait.

- Le coût de la dette.

Les dettes financières sont accordées aux entreprises moyennant une rémunération des créanciers qui est le taux d'intérêt de la dette (I_d).

Cependant, pour l'entreprise, le coût réel de la dette financière est inférieur au taux d'intérêt, car l'entreprise si elle est bénéficiaire réalise des économies fiscales du fait de la déductibilité des charges financières. Et le coût réel de la dette pour l'entreprise revient à $I_d * (1 - t_{IS})$, où le t_{IS} est le taux d'impôt sur les sociétés.

Le choix entre un emprunt indivis et un emprunt obligataire dépendra essentiellement de la possibilité de l'entreprise à accéder au marché boursier. Dans ce cas, l'entreprise décide d'émettre un emprunt obligataire à long terme divisé en un certain nombre de titres négociables qui vont être souscrites par un nombre important de prêteurs. Ces derniers deviennent détenteurs d'obligations assorties d'un coupon représentant le taux d'intérêt de l'emprunt émis par l'entreprise. Dans le cas où l'entreprise ne peut se procurer des ressources financières directement sur le marché obligataire, elle se tournera alors vers un établissement de crédit unique ou à un pool de banques pour obtenir les financements dont elle a besoin. Les modalités de ce type d'emprunt sont les mêmes que pour les emprunts obligataires, mais le taux d'intérêt versé par l'entreprise est généralement plus élevé que dans le cadre du marché financier car l'entreprise "paye" l'intermédiaire financier qui prend le risque de lui accorder un crédit.

- Le coût du capital et la structure financière.

Après avoir calculé le coût des différents fonds apportés par les pourvoyeurs de fonds, le coût du capital (coût moyen pondéré du capital)- c'est-à-dire le taux de rentabilité exigé par l'ensemble des pourvoyeurs de fonds de l'entreprise pour accepter de la financer- est la moyenne arithmétique pondérée des coûts des différentes sources de fonds auxquelles l'entreprise fait appel pour financer ses projets d'investissement. C'est le coût de financement de l'entreprise et c'est le taux de rentabilité minimum que doivent dégager ses investissements sur moyenne terme pour qu'elle puisse créer de la valeur pour l'ensemble de ses actionnaires et aussi partenaires.

Le coût du capital est donné par la relation suivante :

$$k = k_{CP} \left(\frac{CP}{CP + D} \right) + k_D \left(\frac{D}{CP + D} \right)$$

Avec :

k_{CP} : le taux de rentabilité exigé par les actionnaires ;

k_D : le taux de rentabilité exigé par les prêteurs de la firme ;

CP : le montant des capitaux propres dont le coût est k_{CP} .

D : le montant des dettes dont le coût est k_D .

En termes de valeurs de marché, et comme la valeur de l'actif économique est égale à la somme de la valeur de la dette et la valeur des capitaux propres :

$$V = V_{CP} + V_D$$

$$k = k_{CP} \frac{V_{CP}}{V} + k_D \frac{V_D}{V}$$

La question fondamentale est de savoir s'il existe une structure financière optimale, c'est-à-dire une structure financière qui minimise ce coût du capital et, par conséquent, qui maximise la valeur de l'entreprise. C'est justement notre problématique, et qui sera traitée dans le 3^{ème} chapitre de ce travail de recherche, et qui admet plusieurs facettes de propositions. Cependant, notre souci dans ici est de déterminer les facteurs de choix d'une structure financière ou d'une autre.

- Les risques financiers.

Tout acte financier (financement, placement ou investissement) suppose une rentabilité incertaine et aléatoire induisant naturellement un risque pour l'ensemble des partenaires de la firme.

Dans ce titre, Nous exposerons les différents types de risque inhérents à la décision de financement de l'entreprise et leurs implications en matière de rentabilité, malgré la multiplicité des méthodes et approches théoriques d'aborder les risques dans le domaine financier et qui s'inscrivent dans le cadre des théories de la décision dans l'incertain.

A travers la littérature financière, nous pouvons identifier deux principaux types de risques liés à la décision de financement de l'entreprise, le risque purement financier et le risque de faillite.

Le risque financier :

Le risque financier a pour origine la variabilité qu'enregistre la rentabilité de l'entreprise lorsque l'endettement augmente. En effet, les charges financières qu'engendre le recours à l'endettement, agissent négativement sur le résultat d'exploitation dégagé par l'entreprise si la rentabilité économique est inférieure au taux de la dette (Effet massue). Cette situation dégrade la rentabilité financière et augmente le risque de faillite de l'entreprise si celle-ci ne redresse pas sa situation dans le court terme.

Nous exposerons alors l'évaluation de ce risque financier qui est essentiellement évalué au niveau de la rentabilité financière et suite à une variation de la rentabilité économique.

Pour obtenir la formule de calcul de la rentabilité financière (**R.fin**) en fonction de la rentabilité économique (**R.éco**), des capitaux propres (**CP**), du taux de l'IS (**θ**), de la dette (**D**)

et de son coût (**i**), il suffit de reprendre la formulation de l'effet de levier financier :

Capitaux propres : CP

Dette : D

Actif économique¹³ : CP+D

Résultat économique : (CP+D)*R.éco

Charges financières : D*i

Résultat imposable : (CP+D)*R.éco - D*i = R.éco*CP + D (R.éco-i)

Résultat net : (1- θ) [R.éco*CP + D (R.éco-i)]

Rentabilité financière = résultat net/ CP

$$R_{fin} = (1- \theta) [R_{éco} + ((R_{éco}-i) D/ CP)]$$

Cette formule peut aussi s'écrire :

$$R_{fin} = (1- \theta)R_{éco} + (1- \theta)(R_{éco}-i) D/ CP$$

Cette dernière relation montre que :

- Si l'entreprise n'est pas endettée (D=0) : $R_{fin} = (1- \theta)R_{éco}$
 $(1- \theta)(R_{éco}-i) D/ CP$

¹³ Actif économique = Immo.brutes d'exploitation + BFRE.

- Si l'entreprise est endettée, l'expression mesure la contribution, positive ou négative, de la dette à la rentabilité financière (effet de levier), et sa rentabilité financière est de :

$$R_{fin} = (1- \theta)R_{éco} + (1- \theta)(R_{éco}-i) D/ CP$$

Ce qui se peut s'écrire aussi :

$$R_{fin} = [(1- \theta) (1+(D/CP)) R_{éco}] - [(1- \theta) (D/ CP)*i]$$

Evaluons maintenant la variation ΔR_{fin} de la rentabilité financière induite par la variation $R_{éco}$ de la rentabilité économique.

- Cas de l'entreprise non endettée :

D'après la relation : $R_{fin} = (1- \theta)R_{éco}$

On a : $R_{fin} + \Delta R_{fin} = (1- \theta) (R_{éco} + \Delta R_{éco})$

$$\Delta R_{fin} = (1- \theta)\Delta R_{éco}$$

- Cas de l'entreprise endettée :

D'après la relation : $R_{fin} = [(1- \theta) (1+D/CP) R_{éco}] - [(1- \theta) D/ CP*i]$

$R_{fin} + \Delta R_{fin} = [(1- \theta) (1+D/CP) (R_{éco} + \Delta R_{éco})] - [(1- \theta) D/ CP*i]$

D'où $\Delta R_{fin} = (1- \theta) (1+D/CP) \Delta R_{éco}$

$$\Delta R_{fin} = (1- \theta) \Delta R_{éco} + (1- \theta) (D/CP) \Delta R_{éco}$$

Cela peut s'écrire :

La variation globale de la R_{fin} = variation de la R_{fin} indépendante de la dette + variation de la R_{fin} liée à la dette.

La variation globale de la R_{fin} = risque d'exploitation + risque financier

Pour une entreprise endettée, l'endettement a un effet sur les variations du niveau de la rentabilité financière, ce qui fait référence à la notion de l'effet du levier de l'endettement. Par ailleurs, une entreprise endettée encours deux types de risque : le risque d'exploitation et le risque financier. A l'encontre d'une entreprise non endettée, qui voit son risque d'exploitation augmente suite aux variations du niveau d'activité.

Il s'agit, en fait, de déterminer ex ante une structure de financement qui maximise la rentabilité des capitaux propres. D'autre part, il s'agit de vérifier si le recours à l'endettement a permis une amélioration de la rentabilité financière en vérifiant ex post si la rentabilité économique a permis de couvrir le coût de financement par endettement.

Le risque de faillite :

Un niveau excessif du risque de faillite conduira les créanciers à refuser de nouveaux crédits, à en limiter le montant ou à exiger une rémunération et des garanties plus importantes car l'entreprise se trouve dans la situation de non remboursement de ses dettes financières. Ce risque lié à la décision du financement augmente proportionnellement avec l'accroissement de l'endettement de l'entreprise.

Contrairement au risque d'exploitation lié au niveau d'activité et au risque financier émanant d'une variabilité de la rentabilité financière, le risque de faillite est un risque multidimensionnel qui regroupe l'ensemble des risques que court une entreprise, puisqu'il incarne une approche de risque en terme de liquidité et une approche de risque en terme de situation nette.

En termes de liquidité, la faillite peut être déclenchée lorsque la trésorerie est négative et que l'entreprise se trouve dans l'incapacité de faire face à ses engagements à court terme, est déclarée en cessation de paiement.

L'autre critère de la situation nette négative diffère selon que l'entreprise est endettée ou non. Dans le cas d'une entreprise non-endettée, la faillite est déclenchée quand la valeur des actifs devient négative. Les actionnaires abandonnent alors leurs titres de propriété qui n'ont plus de valeur. Par contre si l'entreprise est endettée, les créanciers, et pour éviter de supporter tout le risque, ont intérêt à déclencher la faillite dès que la valeur liquidative de l'entreprise ne suffit plus à les rembourser.

Pour évaluer le risque de faillite en se basant sur le bilan comptable retraité, il suffit de dégager le ratio : **Actif net/ passif** qui doit être supérieur à 20%. Aussi, il faut respecter les normes des ratios de liquidité, qui exigent que les ressources dégagées par les opérations courantes de l'entreprise lui fournissent les disponibilités suffisantes pour faire face à ses échéances à court terme:

- *Ratio de liquidité générale = Actif circulant (à moins d'un an)/ dettes à moins d'un an*
Et qui doit être supérieur à 1.
- *Ratio de liquidité réduite = créances (à moins d'un an) + disponibilités/Dettes (à moins d'un an) + concours bancaires.*

L'appréciation de ratio dépend de la qualité des clients et des échéances des créances.

- *Ratio de liquidité immédiate = Disponibilité / Dettes (à moins d'un an) + concours bancaires.*
Ces ratios ne peuvent être de bons indicateurs de liquidité, vu leurs limites. Alors que d'autres analyses, basées sur les flux de trésorerie, permettent de mieux apprécier la liquidité.

1.2 Les fondements théoriques de la politique de dividendes.

Chaque année, l'assemblée générale, sur proposition du Conseil d'Administration, décide de la répartition des bénéfices (s'il y en a bien sur) et de la part qui doit être distribuée aux actionnaires, le solde étant placé dans les réserves ou en report à nouveau. Ce versement doit se faire sous réserve que les capitaux propres après distribution soient au moins égaux au capital social augmenté des réserves ne pouvant être statutairement ou légalement distribuées, comme les réserves légales.

Le bénéfice distribué est divisé par le nombre d'actions. La somme qui revient ainsi à chacune de ces dernières est appelée dividende. Une société en perte, peut tout de même distribuer un dividende en utilisant son report à nouveau.

Le dividende est donc une somme distribuée par une société à ses actionnaires, et il est généralement versé en numéraire, mais peut être versé également en actions¹⁴.

¹⁴ Le dividende en action est un dividende payé en émettant des actions qui résultent de la capitalisation des réserves.

Les statuts de loi comptable marocaine prévoient souvent le calcul des dividendes en deux parties notamment dans les sociétés par actions :

- Un 1^{er} dividende (intérêt statutaire) est un pourcentage du montant libéré et non remboursé des actions (ou parts sociales).
- Le superdividende dont le montant est décidé par l'A.G.O. en fonction des bénéfices et de la politique de distribution de la société.

Le rendement global d'une action - principal indicateur de rentabilité d'une action - correspond au rapport, à une date déterminée, entre le dernier dividende payé et le cours de la bourse.

La décision de distribution en numéraire ou action ou encore celle de rétention, relève des décisions stratégiques de l'entreprise car affecte directement leurs sources de financement.

En effet, le partage des bénéfices impacte l'autofinancement des entreprises qui est une source de fonds privilégiée pour financer les projets d'investissement. Ainsi, l'arbitrage entre la distribution et la rétention de dividendes dépendrait du programme d'investissement, mais également des intérêts des actionnaires.

L'objectif de toute entreprise étant la création de richesse pour ses actionnaires en maximisant la valeur des fonds propres, la question qui se pose en matière de distribution, est celle de savoir s'il existe une politique de dividendes optimale (2.2.1), c'est-à-dire une politique qui maximise la valeur de la firme, ou encore la richesse des actionnaires¹⁵.

Le modèle de Lintner (1956) (2.2.2) montre que les sociétés ont tendance à suivre un ratio de dividendes "cible", et voient en le dividende un vrai vecteur d'information et un "signal" des perspectives de croissance de la société.

1.2.1 Les pratiques de distribution des dividendes :

Le choix d'une politique de distribution est un exercice difficile pour les entreprises, et la décision se fait généralement en prenant en compte le programme d'investissement de la firme et la structure financière de son passif.

Le modèle¹⁶ de Lintner (1956), montre que les politiques de dividendes des sociétés sont très variées. Néanmoins, il constate qu'il existe des dénominateurs communs à toutes ces politiques ;

- La politique de distribution maximale :

La distribution maximale est une politique qui reste théorique beaucoup plus que pratique, et qui consiste en le versement de la totalité des bénéfices aux actionnaires.

Cette proposition de Rubner (1966), est justifiée par le fait que les actionnaires préfèrent toujours recevoir plus de dividendes. En pratique, cette politique n'est pas possible à cause notamment du fardeau de la fiscalité des investisseurs, d'une part, et qui impose doublement les dividendes reçus par les actionnaires, et d'autre part, à cause de l'impact négatif de cette politique sur l'autofinancement de la société.

- La politique résiduelle :

L'approche d'un dividende résiduel stipule que l'entreprise distribuera tout bénéfice supplémentaire réalisé grâce à ses investissements rentables sous forme de dividende.

Sauf que les stratégies de distribution des sociétés sur le terrain suivent la tendance au cours du temps du bénéfice par action, de façon à ce que le dividende par action soit moins variable que le bénéfice par action. Ceci s'explique par le fait que le dividende augmente avec un « retard de phase » d'une période par rapport à la hausse du bénéfice, car sa hausse n'intervient qu'au cours de l'exercice suivant celui de la réalisation du bénéfice.

¹⁵ Voir *infra* 3^{ème} chapitre : Les modèles de dépendance de entre la politique de dividende et la valeur de l'action.

¹⁶ Modèle fondé sur des questionnaires qui portent sur la politique de dividendes adoptée par les dirigeants des entreprises.

Cette évolution des dividendes sera donc exploitée par le marché financier et sera utilisée par les investisseurs pour d'anticiper les bénéfices futurs de l'entreprise.

- La politique minimale :

Clarkson et Elliot (1966) optent pour la distribution minimale et la justifie par le fait que le dividende constitue un "luxe" que ni les sociétés, ni les actionnaires ne peuvent se permettre. Cette proposition reste beaucoup plus théorique que pratique au sein des entreprises, car ces dernières ne peuvent retenir la totalité des bénéfices en réserves sans distribuer de dividendes. Le dividende est en effet, un élément fondamental de la rentabilité des investissements financiers, et un revenu plus ou moins sûr à coté des plus-values des cessions dont les actionnaires ne peuvent y renoncer.

- La politique de distribution stable :

Le constat en matière de politique de distribution la plus répondue et pratiquée par les entreprises, montre que ni l'hypothèse d'une distribution maximale des bénéfices sous forme de dividendes ni celle de la rétention de la totalité des bénéfices, ne servent les intérêts de la firme et ses actionnaires. En effet, les sociétés, adoptent le plus souvent dans sa pratique en matière de distribution un ratio relativement stable sur le long terme, dans lequel le dividende représente un pourcentage donné des bénéfices, tout en gardant de l'harmonie avec les montants distribués l'année précédente.

Malgré la disponibilité d'une littérature théorique et empirique abondante relative à la politique de dividendes, nous constatons qu'il n'existe pas d'unanimité sur la meilleure stratégie en matière de distribution de dividendes.

Lintner (1956) montre dans son modèle que les dividendes sont positivement corrélés au bénéfice à long terme et que les sociétés ont tendance à suivre un ratio de dividendes cible. Aussi, les sociétés accordent une importance considérable aux variations du dividende par rapport à l'année précédente, et voient en le dividende un vrai vecteur d'information et un "signal" des perspectives de croissance de la société.

1.2.2 Le modèle de Lintner (1956) :

Le modèle de Lintner peut s'écrire comme suit :

$$\Delta \text{DIV}_t = \alpha + \beta (\text{DIV}_t^* - \text{DIV}_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Avec :

$\text{DIV}_t^* = d \cdot \text{BPA}_t$ (DIV_t^* représente le dividende qui aurait été versé si l'ajustement du dividende à la croissance du BPA était immédiat au lieu d'être partiel et progressif) ;

ΔDIV_t = La variation observée du dividende entre t-1 et t = $\text{DIV}_t - \text{DIV}_{t-1}$

BPA_t = Bénéfice par action de l'année t ;

d = Taux de distribution de dividendes (target payout ratio) ;

β = coefficient de vitesse d'ajustement du dividende à la croissance du bénéfice.

Pour Lintner, la plupart des actionnaires préfèrent un dividende raisonnablement stable, et le marché sanctionne positivement cette stabilité et favorise la croissance graduelle des dividendes. Son modèle explique, cependant, que les comportements des entreprises en matière de dividendes sont différents d'une entreprise à l'autre, malgré le fait que ces comportements ont une tendance commune. En effet, malgré le fait que les entreprises adoptent toutes, et en général, des objectifs de taux de distribution relativement stables sauf que le dividende versé varie d'une firme à l'autre en fonction de son bénéfice, des objectifs visés et de d'autres variantes. Ce modèle montre également que si le montant du BPA détermine le montant du dividende, l'ajustement n'est pas immédiat puisque le coupon versé l'année précédente joue un rôle non négligeable dans la détermination du coupon présent.

1.2.3 Le modèle de Gordon-Shapiro

La rentabilité espérée par le détenteur d'une action i selon les modèles actuariels est de :

$$r_i = \frac{(P_1 - P_0) + \text{DIV}_1}{P_0} \quad (1)$$

Avec :

i : l'action que l'actionnaire espère revendre dans un an ;

P_0 : le prix actuel de l'action i ;

P_1 : son prix dans un an ;

DIV_1 : le dividende touché par l'actionnaire dans un an ;

$(P_1 - P_0)^{17}$: la plus (ou moins) valeur réalisée après la vente de l'action i dans un an.

L'équation (1) peut s'écrire également sous la forme :

$$P_0 = \frac{\text{DIV}_1 + P_1}{1 + r_i} \quad (2)$$

L'actionnaire connaissant la rentabilité attendu, et en fonction des anticipations sur la valeur de l'action P_1 , et le montant de dividende DIV_1 , il pourra fixer la valeur qu'il attribuera à une action et la comparer à sa valeur actuelle pour savoir si elle est surévaluée ou le contraire.

Aussi, la valeur de l'action suivra automatiquement les variations des anticipations du taux de rentabilité exigé par les actionnaires (les anticipations sur la valeur future et le montant de dividende étant les même).

On peut déduire la valeur de l'action P_1 dans un an (à rentabilité r constante dans le temps) :

$$P_1 = \frac{\text{DIV}_2 + P_2}{1 + r}$$

P_0 devient après remplacement de P_1 par sa valeur dans la 1^{ère} équation :

$$P_0 = \frac{\text{DIV}_1}{1 + r_i} + \frac{\text{DIV}_2}{(1 + r_i)^2} + \frac{P_2}{(1 + r_i)^2} \quad (3)$$

Au bout de l'année n , la valeur de l'action P_0 peut s'écrire :

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{\text{DIV}_t}{(1 + r)^t} + \frac{P_n}{(1 + r)^n} \quad (4)$$

Cette équation¹⁸ montre que la valeur actuelle d'une action est égale à la somme actualisée des dividendes futurs et du prix de l'action à l'horizon P_n .

Les erreurs de prévision sur P_n ont d'autant moins d'importance sur la valeur actuelle que la date d'horizon est loin.

Gordon et Shapiro (1956) ont simplifié l'équation (4)¹⁹ de la valeur actuelle de l'action P_0 en posant l'hypothèse de croissance constante des dividendes futurs, ce qui rend le long termisme la condition de validité de ce modèle.

Avec cette hypothèse, l'équation (4) peut s'écrire :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{DIV}_t}{(1 + r)^t} \quad (5)$$

Et donc on peut écrire que : $\text{DIV}_2 = \text{DIV}_1 (1+g)$

¹⁷ La plus value est une 2^{ème} source de gain pour l'actionnaire après le dividende.

¹⁸ cette équation est à la base de tous les modèles actuariels d'évaluation d'action, et ne repose pas sur l'hypothèse que les investisseurs conservent leurs titres pendant plusieurs années mais peuvent se livrer à la spéculation sans que cela remette en cause cette équation tant que le taux de rentabilité exigée est constant.

¹⁹ Les prévisions de flux de dividendes futurs est un exercice délicat ce qui rend la simplification de cette équation une nécessité pour approcher la théorie de la pratique.

Avec :

g : le taux de croissance des dividendes.

Et par récurrence : $DIV_t = DIV_1 (1+g)^{t-1}$

En remplaçant DIV_t par sa valeur dans l'équation (5), et après simplification, et en supposant que le taux de croissance **g** à long terme est inférieur au taux de rentabilité **r** exigé par les actionnaires, la valeur P_0 de l'action devient :

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r - g} \quad (6)$$

Cette dernière équation permet d'estimer la valeur de l'action en fonction du dividende futur, du taux de croissance à long terme des dividendes, et du taux de rentabilité exigé par les actionnaires. Ce dernier est la somme du rendement en dividende (DIV_1/P_0) et le taux de croissance **g** (comme le montre l'équation ci-dessous). En effet, le taux de croissance de dividendes **g** contient l'essentiel du coût des fonds propres, alors que le rendement en dividende ne représente au mieux que 50% de ce coût²⁰. Cependant, l'estimation de ce taux de croissance futur est un obstacle à l'utilisation pratique du modèle de Gordon-Shapiro.

$$r = \frac{DIV_1}{P_0} + g \quad (7)$$

1.3 Les fondements théoriques de l'approche de la Création de Valeur.

La création de valeur soulève une problématique à la fois conceptuelle et méthodologique. Dans le premier cadre, se cachent des principes et des considérations théoriques fortes. Les économistes sont les premiers à avoir étudié ce concept de valeur via spécialement les taux d'intérêt et les flux de trésorerie.

Les travaux les plus connus sont ceux de I. Fisher (1907, 1930). C'est cependant J.B. Williams (1938) qui, le premier, propose une définition plus financière de la valeur en liant le prix d'un actif aux revenus qu'il est susceptible de générer. Alors que la réflexion académique plus récente sur ce concept de création de valeur en relation avec la stratégie –finance, a été initiée notamment par les travaux de A.C. Hax, N.S. Majluf (1984).

Après avoir rappelé la marche historique de la genèse de cette notion de valeur (2.3.1), il conviendra d'examiner les deux approches de la création de valeur à savoir l'approche actionnariale et celle partenariale (2.3.2). Après, nous jugeons nécessaire de traiter la question de mesure et des modèles de ces deux approches (2.3.3).

1.3.1 L'histoire de la valeur.

Les bases de la notion de valeur en finance se sont élaborées progressivement avec les travaux des économistes sur des siècles avant que cette notion ne soit forgée avec les travaux et pensées des financiers. Deux séries de fondements de la valeur méritent alors d'être examinés : les fondements économiques de la valeur (2.3.1.1) et les fondements en finance (2.3.1.2).

1.3.1.1 Les fondements économiques de la valeur :

En effet, le mot « **valeur** », du latin classique *valor*, est utilisé dès le XI^e siècle pour désigner le mérite ou les qualités, avant d'admettre plusieurs emplois spécialisés. En économie, la valeur est le jugement porté sur l'importance d'un bien au sens large (un bien ou un service).

Les économistes distinguent trois couples de notions de valeur :

²⁰ ALBOUY .M : « Financement et coût du capital des entreprises » Eyrolles, Paris 1991, pages 58-61.

- *Valeur générale ou valeur unitaire* : selon que l'on considère en abstraction ou en particulier ;
- *Valeur objective ou valeur subjective* : la valeur objective est la valeur sociale, c'est-à-dire l'importance qu'un groupe donne à un bien en fonction de la capacité de ce bien à satisfaire un besoin bien défini de ce groupe. Alors que la valeur subjective désigne la valeur qu'un individu attribue à un bien selon la capacité de ce bien à satisfaire un besoin.
- *Valeur d'usage ou valeur d'échange* : La valeur d'usage est attribuée à un bien en raison de sa capacité à satisfaire directement un besoin. Alors que la valeur d'échange s'exprime par la satisfaction procurée par un certain nombre d'unités de deux biens qui font l'objet de l'échange. Cette valeur d'échange est relative à l'aptitude à l'échange, qu'elle soit réalisée ou potentielle.

Au fil de temps, deux grands courants de pensée explicatifs de la valeur ont primé. On distinguait le courant qui l'explique par des facteurs objectifs (a) de celui qui cherche les fondements de la valeur dans les facteurs subjectifs (b).

a/ Les théories de la valeur objective :

Les économistes ont épuisé dans le coût de production le fondement explicatif de la valeur. Sauf que les classiques retiennent le coût complexe alors que les marxistes l'expliquent par le coût simple :

Les classiques (A. Smith, D. Ricardo, J. St. Mill, J. Cairnes, H. Fawcett et H. Sidgwick) distinguaient valeur d'usage et valeur d'échange. Ils assimilaient valeur d'usage à utilité générale et objective. Alors que la valeur d'échange dépend du caractère reproductible ou non des biens échangés.

Le fondement et la mesure de la valeur pour Marx doivent être recherchés dans les quantités de travail incorporées dans le bien ou dans le service considéré. Il considère l'utilité comme étant une condition de la valeur et non pas la mesure de la valeur. Cette quantité du travail humain est retenue comme seul critère de comparaison entre deux marchandises échangées. Par conséquent, le coût est réduit au travail et à sa seule quantité, il s'agit d'un temps de travail abstrait ; à savoir celui d'un ouvrier de qualité moyenne travaillant dans un temps moyen.

b/ Les théories de la valeur subjective :

Avec l'arrivée des marginalistes vers la fin du XIX siècle (C. Menger, St Jevons et L. Walras) et les néo-marginalistes (H. Mayer, Rosenstein- Rodan, L. Schönfeld, R. Strigl et L. Von Mises), le fondement de la valeur est placé plutôt du côté du consommateur. Ils reposaient dans leur analyse sur les deux critères de l'utilité et la rareté des biens.

Ces théories ont développé la notion de l'utilité marginale²¹ qui a résolu le problème de dualité de la valeur en fusionnant les deux notions d'utilité et de rareté en avançant que : la valeur d'échange repose sur la valeur d'usage, et que cette dernière se mesure par l'utilité marginale.

La distinction entre l'utilité et la valeur se fait à travers quatre caractéristiques à savoir :

- la notion de divisibilité des biens et des besoins,
- la notion d'homogénéité du bien,
- la décroissance des besoins,
- la notion de marginalité.

Ainsi, la valeur d'usage subjective variera d'individus à individus et, pour chaque individu, suivant les périodes considérées. Elle diminue quand, pour des échelles inchangées de désir d'emploi, la provision du bien de même qualité augmente ; inversement, la valeur augmente lorsque la provision diminue. Ainsi, la valeur d'échange repose sur la valeur d'usage, c'est-à-dire finalement sur l'utilité marginale.

²¹L'utilité dépendant de la dernière dose ou du dernier désir d'emploi (l'utilité marginale) détermine l'importance attribuée par l'agent économique à cette dernière unité et à toutes celles qui la précèdent puisqu'elles peuvent être remplacées indépendamment les unes par les autres.

Les marginalistes soulignent le fait que, quelle que soit la valeur considérée, le fondement de la valeur demeure le même ; la seule différence étant l'emploi donné au bien considéré.

Pour les biens de consommation, la détermination de la valeur d'échange est directe dans la mesure où la valeur d'échange objective est liée à la valeur d'échange subjective, c'est-à-dire par l'utilité marginale.

Pour les biens de production, la détermination de la valeur est indirecte en ce sens que ces biens n'ont pas d'utilité en eux-mêmes mais dépend de l'utilité subjective des biens de consommation qu'ils permettent d'obtenir : « la valeur remonte du bien de consommation produit au bien de production qui a permis de l'obtenir ».

1.3.1.2 Les fondements de la valeur en finance.

Les bases de l'approche de la valeur en finance remontent aux travaux de I. Fisher qui, en 1907, a étudié la valeur actuelle en analysant les taux d'intérêt comme des prix et les flux de trésorerie comme des montants pouvant être évalués en monnaie.

C'est avec l'économiste J.B. Williams (1938) que le concept de la valeur a pris de l'ampleur en finance, et depuis il est devenu à la base de la théorie financière. Ce concept en finance fait référence à la valeur présente de tous les flux financiers espérés qu'un actif (physique ou financier) générera.

En effet, avec la finance, la valeur d'un actif ne dépend pas du coût historique de celui-ci ou encore de ses bénéfices passés, mais plutôt de ses attributs monétaires futurs. Le travail sur la détermination de la valeur intrinsèque d'une action par J.B. Williams (1938) était également parmi les avancées en finance. Celle-ci vaut ce qu'elle rapporte, c'est-à-dire le plus souvent des dividendes (le modèle d'actualisation des dividendes), bien qu'ils puissent générer d'autres revenus (ceux de la liquidation de l'entreprise ou d'une prise de contrôle).

L'essentiel des travaux de Fisher, Williams, Durand et Gordon qui sont à l'origine de la théorie de la valeur en finance, se résume comme suit :

- En premier lieu, le concept de la valeur est défini comme la valeur actuelle des flux futurs espérés actualisés au taux de rentabilité exigé.
- En second lieu, ils mettent l'accent sur l'influence positive de la distribution des dividendes sur la valeur de la firme.
- A partir de la fin des années 50, la théorie financière allait s'intéresser de façon plus générale et plus scientifique à l'influence des décisions financières sur la valeur de la firme.

1.3.2 Les approches de la création de valeur : l'approche actionnariale et partenariale.

Les mesures²² les plus connues et utilisées de Création de Valeur telles que *l'Economic Value Added* (EVA) ou la *Market Value Added* (MVA), reposent toutes sur l'hypothèse traditionnelle qui stipule que tous les partenaires de la firme à l'exception des actionnaires sont rémunérés à leur coût d'opportunité qui n'est que le prix du facteur sur le marché. Les actionnaires, créanciers résiduels exclusifs, sont considérés alors comme seuls apporteurs de ressources à recevoir la valeur créée par la firme et qui n'est alors que la mesure de la rente perçue par ceux-ci.

Cette vision moniste de la firme (modèle anglo-saxon), favorisant la seule mesure actionnariale de la valeur, se trouve surtout actuellement, trop réductrice de la réalité de l'entreprise et de son environnement, et trop restrictive pour construire une théorie pertinente de la création de valeur.

²²Voir *infra*

Cette approche actionnariale se trouve incompatible avec les nouvelles représentations théoriques de la firme, en particulier, avec la représentation contractuelle, selon laquelle la firme est un nœud de contrats entre les différents partenaires, actionnaires, mais également, créanciers, salariés, dirigeants, clients, fournisseurs, Etat, etc., ou encore celle selon laquelle, la firme constitue un jeu coopératif entre les différents *stakeholders* (M. Aoki 1984).

En effet, la valeur partenariale est une définition élargie de la valeur créée, ce qui permet de mieux comprendre les mécanismes de création et de partage de la valeur en relation avec l'ensemble des parties prenantes qui concourent au fonctionnement de la firme et par conséquent, à la création de valeur dans le cadre d'une vision pluraliste²³.

Nous présenterons le concept de la création de valeur actionnariale (2.3.2.1), son intérêt et la question de sa mesure. Ensuite, nous analyserons les limites de ce concept et nous présenterons, l'approche partenariale (2.3.2.2) de la valeur comme approche complémentaire, ainsi que les arrangements entre les différents apporteurs de ressources, et leurs incidences sur la création et répartition de la valeur créée.

1.3.2.1 La valeur actionnariale :

La Création de Valeur pour les actionnaires correspond à la rente reçue par ces derniers. En effet, les actionnaires perçoivent au delà de leur coût d'opportunité constitué par le coût des fonds propres, ce qui les rend comme étant les seuls créanciers résiduels de la firme.

Cette approche, et compte tenu de son contenu informationnel riche, se présente comme un repère aussi bien pour les investisseurs que pour les dirigeants, car elle informe sur la capacité d'une société à enrichir ses investisseurs grâce à ses déterminants financiers (revenus, risques encourus, coût du capital, etc.), ainsi que sur la capacité de l'équipe dirigeante à orienter la politique générale et les décisions managériales vers la maximisation de la valeur des investissements (actifs physiques ou intangibles ou encore actifs financiers) et par conséquent, créer de la valeur pour les actionnaires en contre partie du risque pris en acceptant d'investir dans l'entreprise.

En effet, l'étude de l'approche par la valeur passe par la mise en évidence du rôle clé joué par les cash-flows (2.3.2.1), avant de présenter les modèles et mesures de cette approche (2.3.2.2), et conclure avec ses limites (2.3.2.3) qui entravent la bonne marche de cette création de valeur actionnariale.

1.3.2.1.1 Le rôle central des cash-flows.

La détermination de cette valeur actionnariale passe nécessairement par la prise en compte de trois facteurs fondamentaux à savoir : le cash-flow, les prévisions à long terme de cash-flow et le coût du capital. En effet, ces trois facteurs, pris ensemble, représentent la valeur actuelle de toutes les situations de cash-flows futurs des projets d'investissement passés et à venir de l'entreprise, et déterminent par conséquent, le cours de son titre.

En effet l'actualisation du cash-flow attendu, à un taux au moins égal au coût du capital, permettra d'évaluer le profit net supplémentaire dégagé et qui se répercute sur les bénéfices et la valeur des actions de l'entreprise²⁴.

Le cash-flow total après impôt dégagé par la société est un cash-flow disponible²⁵ pour tous ses bailleurs de fonds, créanciers comme actionnaires. Il est égal au cash-flow brut provenant de l'exploitation diminué du montant des nouveaux investissements à réaliser par l'entreprise. Cette dernière et pour maintenir son objectif de maximisation de richesse pour ses actionnaires, est amenée à distribuer cet excès de cash-flow.

²³Tels que les modèles européens ou japonais, fondés sur une approche pluraliste de la firme (M. Albert 1991 ; M. M. Blair 1995 ; M. Yoshimori 1995) et qui s'oppose à celle moniste de type anglo-saxon, où seuls les intérêts des actionnaires sont pris en considération.

²⁴Le plus important est d'apprécier les flux de liquidités secrétés activité par activité pour ressortir la contribution positive ou négative des différentes activités à la création de valeur, chose qui n'est pas toujours abordable pour les groupes de déterminer un taux d'actualisation pour chaque activité.

²⁵Voir infra pour le détail du calcul du cash-flow disponible dans la section « les mesures de la valeur ».

C'est le même concept de «cash-flow libre» de M.C. Jensen (1990) qui désigne le cash-flow en excès après la distribution des fonds nécessaires aux projets d'investissement ayant une valeur nette positive.

Et c'est ainsi, que la firme maintienne ou rejette certains projets d'investissement au cours du temps selon qu'ils augmentent la richesse des actionnaires et donc conformes à leurs intérêts ou bien le contraire. D'où le recours aux méthodes d'optimisation de la décision d'investir et des choix stratégiques pour opter ou non pour un projet d'investissement (R. Brealey et S. Myers, 2004 ; J. Ingersoll et S. Ross, 1992 ; B. Allaz, 1990).

1.3.2.1.2 La mesure de la CDV actionnariale :

L'approche traditionnelle, qui s'inscrit dans le cadre de la finance néoclassique, avait toujours reposait sur le critère de la valeur actualisée des flux pour mesurer la performance des entreprises. Ce critère a connu plusieurs adaptations permettant d'intégrer le prix du risque, grâce notamment aux différents modèles de la théorie du portefeuille, tel que le modèle d'équilibre des actifs financiers, le Medaf²⁶.

Une mesure directe de la valeur de l'entreprise à partir des cours boursiers²⁷ fait toujours référence à la création de valeur actionnariale, et les différentes mesures proposées par la littérature théorique ne sont que des variations autour du même principe. En effet, la valeur créée prend toujours la forme d'un différentiel, prévisionnel ou réalisé, entre la valeur qui revient aux actionnaires et celle de leur investissement initial. Les différences tiennent principalement au mode d'appréhension de ce différentiel (valeur monétaire absolue, indice relatif...) et à l'horizon sur lequel il est considéré²⁸.

Nous distinguons généralement les mesures issues de la recherche financière et de la théorie de portefeuille (a), et les mesures modernes des cabinets récents (b).

a/ Les mesures issues de la recherche financière :

Les critères principaux²⁹, issus de la recherche financière, peuvent être regroupés en deux catégories selon qu'ils serrent à une mesure ex ante ou ex post de la création de valeur financière. La première catégorie de mesures qui comprend le ratio Q de Tobin et le ratio de Marris, répond à un souci de quantification prévisionnelle, *ex ante*, de la performance. La seconde catégorie des critères est issue de la théorie du portefeuille, et serrent à une évaluation ex-post de la performance réalisée sur une période donnée.

- Les mesures ex ante :

- **Le ratio Q de Tobin :**

Le Q de Tobin se présente comme suit :

Q de Tobin = Valeur de marché (capitaux propres + dettes financières) / Capitaux investis³⁰

C'est une mesure de l'ensemble des rentes anticipées, sur une période infinie, et se présente comme le rapport entre la valeur de marché des titres détenus par les investisseurs financiers (actionnaires et créanciers) et le montant des capitaux qu'ils ont investis.

²⁶ Charreaux. G : « Le point sur ... La mesure de performance des entreprises »

²⁷ Grâce à l'efficience informationnelle supposée des marchés financiers.

²⁸ Charreaux. G : « Le point sur ... La mesure de performance des entreprises »

²⁹ Charreaux. G : « Le point sur ... La mesure de performance des entreprises »

³⁰ La valeur des capitaux investis est mesurée par le coût de remplacement des actifs financés, le plus souvent évalué à partir des immobilisations.

Un ratio Q supérieur à l'unité signifie, que la rentabilité dégagée par l'ensemble des actifs de la firme et anticipée par le marché, est plus élevée que le coût moyen pondéré du capital investis. Cependant, la non considération des actifs immatériels dans l'évaluation du coût de remplacement des actifs conduit à supposer que les performances estimées à partir du Q de Tobin sont vraisemblablement surévaluées.

- **Le ratio de Marris :**

Le ratio de Marris repose sur la même logique³¹ que le Q de Tobin, mais ne retient que les capitaux directement investis par les actionnaires. Il est le rapport entre la capitalisation boursière et la valeur comptable des capitaux propres.

Lorsque ce ratio est supérieur à 1, l'entreprise crée de la valeur, elle en détruit s'il est inférieur à 1.

Ratio de Marris = Capitalisation boursière / Valeur comptable des capitaux propres.

Certaines caractéristiques sont communes à ces deux indices de création de valeur :

- D'une part, ils tiennent compte tout les deux du risque car, s'appuyant sur les valeurs de marché, ils procèdent implicitement de l'actualisation des flux qui est censée se faire aux taux de rentabilité requis par les différents investisseurs financiers, en fonction du risque encouru.
- D'autre part, ils représentent des indices relatifs et non une mesure absolue de la création de valeur.

- Les mesures ex post issues de la théorie du portefeuille :

Les mesures issues de la théorie du portefeuille et de ses prolongements, sont des mesures de la valeur créée pour les actionnaires et prennent également la forme d'indices et se basent seulement sur les cours boursiers pour mesurer cette valeur créée sans faire intervenir aucune valeur comptable.

- **L'indice de Sharpe :**

La formule de cet indice de Sharpe est donnée par :

$$S = (R - R_f) / \delta$$

Cet indice rapporte le différentiel entre le taux de rentabilité moyen R du titre de l'entreprise³² obtenu sur une période donnée et le taux de rentabilité sans risque R_f, rapporté au risque total représenté par l'écart-type.

La forme de cet indice ne permet pas une mesure directe de la valeur créée, mais constitue juste une comparaison de la rémunération offerte par unité de risque. Et pour apprécier la valeur créée, cet indice doit être comparé à l'indice de Sharpe évalué à partir de la rentabilité d'équilibre qui se présente comme suit, conformément au Medaf :

$$R_e = R_f + \beta [E_m - R_f]$$

Avec :

E_m : la rentabilité anticipée pour le portefeuille de marché ;

β : le coefficient de risque systématique du titre ;

R_f : le taux de rentabilité sans risque ;

L'indice de Sharpe à l'équilibre est alors de :

$$S_e = (R_e - R_f) / \delta = \beta [E_m - R_f] / \delta.$$

³¹le caractère d'indice relatif de ces deux critères conduit à une appréciation différenciée de la création de valeur.

³²Le portefeuille de l'investisseur est supposé non diversifié et comprend exclusivement des titres de l'entreprise considérée.

Si l'indice calculé est supérieur à cette norme calculée à l'équilibre (et qui suppose un comportement de diversification), l'entreprise a réalisé une rentabilité, ajustée pour le risque total, supérieure à celle requise par les actionnaires.

- **L'indice de Treynor :**

L'indice de Treynor suppose quant à lui un portefeuille diversifié, mais ne considère que le risque systématique qui ne peut être éliminé par diversification. Il est donné par la formule suivante :

$$T = (R - R_f) / \beta$$

Il est le différentiel de la rentabilité moyenne R du portefeuille obtenue sur une période donnée et le taux de rentabilité sans risque R_f , rapporté au risque systématique retenu pour pondérer la rentabilité obtenue. À l'instar de l'indice de Sharpe, cet indice ne constitue pas une mesure directe de la création de valeur. Cette dernière peut être estimée en le comparant à un indice de référence fondé sur la rentabilité d'équilibre et égal à $T_e = E_m - R_f$. Si T est supérieur à T_e , la rémunération offerte par l'entreprise, pondérée par le risque systématique, est plus élevée que la norme et donc il y a création de valeur.

- **Le levier de valeur I_v .**

I_v mesure également la création de valeur actionnariale. Et l'entreprise crée de la valeur si la rentabilité de ses fonds propres est supérieure à l'espérance de rentabilité :

$$I_v = R_f / E(R_f) = R_f / k_i$$

Avec :

R_f : la rentabilité financière mesurée par le ratio $R_f = \text{Résultat net} / \text{capitaux propres}$.

$E(R_f)$: l'espérance de rentabilité qui n'est autre que le coût des capitaux propres de l'entreprise (k_i) mesuré par le MEDAF en fonction du risque, de la rentabilité des actifs sans risque (k_f) et de l'espérance de rentabilité du marché (k_M) :

$$E(R_f) = k_i = k_f + \beta_i (k_M - k_f)$$

Avec :

β_i : le coefficient de volatilité de l'action i .

Il est généralement conseillé de compléter cet indice I_v par celui de Marris parce que le premier ne prend pas en compte les phases d'investissement de la firme, et donc un indice I_v inférieur à l'unité peut correspondre à des investissements importants réalisés par l'entreprise. En effet, les actions de cette dernière verront leur cours fluctuer pour tenir compte de ces anticipations d'investissements. D'où l'intérêt de compléter l'interprétation de cet indice par celui de Marris car ce dernier exprime le rapport entre la valeur boursière et la valeur comptable des capitaux propres.

b/ Les mesures récentes de la valeur créée :

Ces mesures récentes sont recommandées par des cabinets conseils anglo-saxons comme Stern & Stewart et McKinsey, et procèdent toutes des mêmes fondements théoriques et traduisent la même idée : Il n'y a création de valeur que dans la mesure où la rémunération offerte aux actionnaires est supérieure au coût d'opportunité des capitaux qu'ils ont investis.

- **Le modèle de la stratégie de la valeur de McKinsey :**

Le modèle de McKinsey élaboré par les trois représentants de ce cabinet, T. Copeland, T. Koller et S. Murrin (1994) dans leur ouvrage « *Valuation : Measuring and Managing the value of Companies* », considère que la valeur d'une entreprise se compose de deux éléments à savoir :

Valeur de l'entreprise = Valeur actuelle du cash-flow disponible pendant la période de prévision explicite + Valeur du cash-flow après la période de prévision explicite (ou valeur terminale).

Ces deux composantes de la valeur de l'entreprise permettent de mieux comprendre les forces économiques qui entrent en jeu pour l'évaluation de cette valeur. Cette évaluation, en effet, nécessite la prévision du cash-flow disponible, l'estimation du coût du capital et l'estimation de la valeur terminale.

Le cash-flow disponible (total et réel) après impôt (CFD_t), n'est autre que le résultat d'exploitation après impôt et avant frais financiers (RE_t), majoré des dotations aux amortissements et provisions (DAP), diminué de la variation des besoins en fonds de roulement (ΔBFR_t) et des investissements I_t ³³.

$$CFD_t = RE_t + DAP - \Delta BFR_t - I_t$$

Le coût du capital est le taux d'actualisation des cash-flows disponible attendus par les investisseurs en une valeur actuelle.

La valeur terminale est souvent un pourcentage de la valeur totale qui pourra osciller entre 56% et 125% selon les estimations du cabinet de McKinsey.

Ce pourcentage s'explique par le fait que les encaissements des premières années sont généralement absorbés par les décaissements nés des besoins en fonds de roulement et des investissements, et que ces derniers engendreront à terme une augmentation de cash-flows³⁴.

Pour calculer cette valeur terminale, il existe plusieurs méthodes telle que la technique de la croissance perpétuelle du cash-flow disponible, qui prévoit un taux de croissance annuel constant et qui repose sur la formule³⁵ suivante :

$$\text{Valeur terminale}_t = CFD_{t+1} / (k_c - g)$$

Avec :

CFD_{t+1} : le niveau normalisé de cash-flow disponible au cours de la première année suivant la période de prévision explicite,

k_c : le cout moyen pondéré du capital,

g : le taux de croissance perpétuel attendu du cash-flow disponible (avec $g > k_c$).

- **Création de Valeur interne : Le modèle EVA de J.M. Stern et G.B. Stewart ou encore Profit Economique :**

L'*Economic Value Added* (EVA), concept médiatisé par le cabinet Stern Stewart & Co, se propose d'être l'indicateur de performance du management.

L'EVA est la valeur ajoutée par l'entreprise, pendant un exercice, aux capitaux employés. Elle est donc un résultat économique après rémunération du capital utilisé pour son activité, c'est-à-dire le coût des capitaux investis.

EVA ou encore Profit économique, ce sont des notions anciennes puisqu'il correspond à la rente telle qu'elle a été définie par les économistes dès le début du XIXème siècle. Après Ricardo, Alfred Marshall l'exprimait dans ses principes d'Economie Politique « ce qui reste acquis à l'entrepreneur après avoir déduit de ses profits le coût des capitaux engagés correspond au résultat réel de son entreprise ». La notion de rente apparaît lorsque le rendement du capital investi est supérieur à son coût. Situation transitoire sur un marché concurrentiel en équilibre qui grâce à ses forces tendent en permanence à faire disparaître l'avantage compétitif.

³³ Investissement en équipement et pour le renouvellement.

³⁴ C'est l'idée d' « horizon de croissance » due à A. Rappaport.

³⁵ Cette formule n'est qu'une simplification algébrique de celle de croissance perpétuelle de J.F.Weston et T.E.Copeland 1998.

Par définition, PE ou l'EVA est égale à :

Profit économique = Rendement du capital investi – Coût du capital investi

$$\text{EVA}_t = \text{PE} = \text{REMIC} - k_t * \text{CI}$$

Avec :

EVA_t : la valeur économique ajoutée de la période t ;

CI: le montant des capitaux investis en t ;

REMIC : Résultat d'Exploitation Minorée de l'Impôt Corrigé c'est-à-dire du quote-part de l'IS.

k_t : le coût moyen pondéré du capital en t.

Cette approche de Création de Valeur interne, constitue un véritable outil opérationnel, et ouvre des perspectives de gestion supplémentaires aux entreprises. Elle constitue en effet, le fondement d'un Système de Gestion par la Valeur. Ainsi, l'EVA (ou le PE) exprime l'excédent (déficit) de rentabilité dégagée par les dirigeants sur les fonds qui leur ont été confiés en gestion par rapport au minimum exigé par les investisseurs. Elle est la mesure d'une véritable Création de Valeur interne. Et dans l'optique d'un Système de Gestion par la Valeur, c'est-à-dire avec l'objectif de maximiser la Création de Valeur externe, les managers sont amenés à accroître leur EVA. Cette dernière en effet, peut être mesurée période par période, et de manière plus fine que souhaitée : service, département, produit, client...

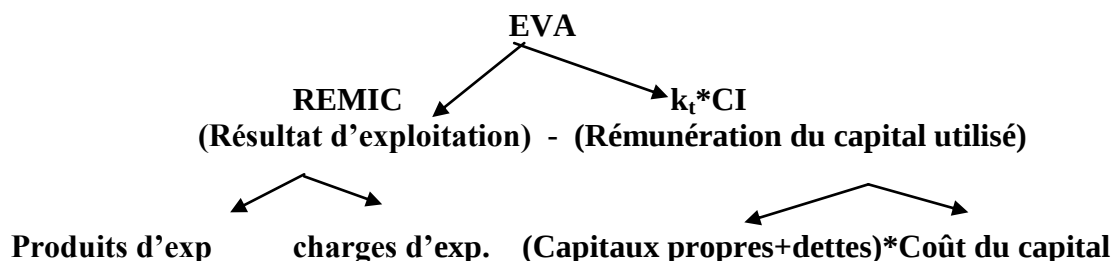
En pratique, l'EVA peut être la même pour deux entreprises ou plus, sauf que les conditions financières et économiques diffèrent.

Afin d'améliorer la qualité de la comparaison, il faut mesurer l'enrichissement non pas en valeur absolue, mais par unité monétaire de capital investi dans l'outil industriel. Ceci s'obtient en divisant l'EVA par le montant des capitaux investis. Notons ce résultat

$$\text{EVA} (\%) = \text{EVA} / C_t$$

La mesure de l'EVA, autour de ses composantes clairement définies par le schéma ci-dessous, permet au dirigeant de mettre en place une stratégie innovatrice en fonction des composantes de l'EVA, et ce afin d'atteindre l'objectif de maximisation de la valeur créée.

Figure 1 : La relation d'EVA



L'EVA incite à améliorer la gestion financière opérationnelle et à déterminer le seuil de performance désiré en minimisant le coût du capital et le taux d'imposition de l'entreprise en vue d'accroître sa valeur. En effet, la gestion financière et fiscale de l'entreprise a un impact direct sur le résultat, et par conséquent, les stratégies à adopter peuvent se résumer à l'optimisation de la structure du capital, l'utilisation du financement hors bilan, la maximisation du rendement des actifs financiers et la minimisation du coût du capital.

Certes, l'EVA permet d'améliorer la performance des entreprises, même en se plaçant dans l'optique des intérêts stricts des actionnaires. Cependant, elle comporte certaines limites :

La première limite est liée à la difficulté de mesure du coût moyen pondéré du capital de la firme. Bien qu'une telle mesure ait fait l'objet de progrès notables, grâce aux travaux issus de la recherche financière, elle reste toujours imprécise, non opérationnelle et sujet à révision en fonction de l'évolution des marchés financiers. L'imprécision trouve sa source dans la difficulté d'évaluer le coût d'opportunité des fonds propres.

La deuxième limite tient à ce que l'EVA reste un indicateur de performance annuel. Rien ne permet donc d'affirmer qu'un EVA élevé sur un exercice est le révélateur d'une politique de création de richesse à long terme.

Et comme tout indicateur, l'EVA est manipulable. En effet, il est tout à fait possible qu'un EVA faible à court terme soit le résultat d'une politique d'investissement à moyen et long terme, et un EVA élevé ne traduise qu'une politique de sous-investissement, notamment en recherche et développement.

- **La Création de Valeur Externe : La Valeur ajoutée de marché : MVA.**

La *Market Value Added* (MVA), concept médiatisé également par le cabinet Stern Stewart & Co, est une mesure de performance externe donnée par le marché financier. En d'autres termes, elle nous renseigne sur la performance de la firme en termes de valeur de marché de la dette et la valeur de marché des fonds propres. Et l'entreprise réalise des investissements performants dans la mesure où la valeur de l'outil doit être supérieure à son coût de mise en œuvre : la valeur de marché des capitaux investis (notée **Vci**) est ainsi supérieure à leur valeur comptable (notée **Vcomp**) et l'entreprise crée de la valeur, **Vci – Vcomp**. La MVA est définie par cet accroissement de valeur qui se traduit par un goodwill ou une survaleur lors d'une acquisition.

Valeur créée = valeur – coût

La valeur de marché d'un actif économique est égale à la somme de la valeur des fonds propres (**VFP**) (la capitalisation boursière de l'entreprise) et la valeur de marché de la dette (il est nécessaire de connaître toutes ses caractéristiques pour l'évaluer : maturité, devise, taux, mode de remboursement...). C'est pour cela on prend en pratique la valeur nominale inscrite au bilan comme valeur approchée. Ce qui revient à écrire :

$$\mathbf{Vci} = \mathbf{VFP} + \mathbf{Vd}$$

Vci = capitalisation boursière + dettes

Or : CI = FP comptable + dettes

MVA = capitalisation boursière – FP comptables

La MVA est une mesure monétaire absolue. Comme pour l'EVA, il est intéressant de disposer d'une mesure complémentaire pour pouvoir effectuer une comparaison entre plusieurs entreprises affichant la même MVA. Nous noterons MVA(%) le ratio :

$$MVA(\%) = MVA / CI_{comp}$$

Par exemple, si la MVA(%) vaut 16%, cela signifie que l'entreprise a créé une valeur ajoutée égale à 16% la valeur des capitaux investis.

Le *Market-To-Book* (MTBV = Capitalisation boursière / Valeur comptable des FP), mesure l'évolution de la crédibilité boursière de l'entreprise cotée par rapport à son secteur. Cette crédibilité est fondamentale pour pouvoir appliquer une politique de financement variée et efficace.

J.M. Stern et G.B Stewart définissent la MVA comme la valeur actuelle de la série des EVA, soit :

$$MVA_t = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+k)^t}$$

La valeur de marché des entreprises peut être alors définie indifféremment à partir de l'actualisation des cash-flows disponibles ou à partir des EVA actualisées (MVA) auxquelles on ajoute le capital initial.

Enfin, il faut rappeler quant même que la fiabilité de la mesure de la valeur actionnariale est fortement conditionnée par les deux hypothèses :

- l'efficacité des marchés financiers et ;
- la mesurabilité du coût du capital à partir du Medaf.

Or, ces deux hypothèses sont de plus en plus contestées, au point que certains auteurs, notamment Haugen (1996), parle de « nouvelle finance », ce qui rend ces mesures de performance traditionnelles contestables et d'une fiabilité relative même dans le cadre restrictif de la valeur actionnariale.

1.3.2.1.3 La remise en cause de la maximisation de la valeur actionnariale.

L'approche par la valeur est certes une approche à double face : financière et managériale, puisqu'elle mesure les performances réalisées et à réaliser mais également oriente la direction vers une optimisation de la prise de décision tant en ce qui concerne les aspects stratégiques que les décisions opérationnelles. Cependant, cette approche, et malgré son succès au sein des entreprises, présente certaines limites³⁶ que nous pouvons les résumer en trois points :

- des limites théoriques liées au fonctionnement et au comportement des individus,
- des limites techniques liées au fonctionnement des modèles d'évaluation,
- et, enfin, des limites liées à la performance sociale des modèles de création de valeur.

- Les limites théoriques liées aux comportements des individus :

Pour expliquer ce point de comportement des individus, il suffit d'aborder le dilemme du dirigeant et son grand problème, celui de conflit d'intérêts entre les différents partenaires, sa personne en premier lieu et l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. La création de valeur pour ses derniers est intrinsèquement liée et expliquée par cette relation d'agence entre les dirigeants et les actionnaires.

Cette théorie, et pour surmonter cette situation de conflit et d'asymétrie d'information entre dirigeants et actionnaires, l'analyse dans la logique d'une dynamique de long terme et en présumant qu'il y'a un mode de résolution fondé sur des perspectives d'enrichissement des deux parties.

Toutefois, la cohérence de la théorie de l'agence³⁷, et par conséquent l'approche par la valeur, repose sur deux hypothèses, à savoir le comportement et les motivations des individus, essentiellement les dirigeants.

Caby et Hirigoyen (1997), afin de donner de la légitimité à l'approche par la valeur, ont critiqué cette théorie d'agence, en présentant ses limites, tout en s'appuyant sur les travaux de Jensen et Meckling (1994) qui considèrent l'individu comme une boîte noire³⁸. Les critiques avancées par ces deux auteurs, touchent aux hypothèses de cette théorie de l'agence présumées faibles, et qui par conséquent, remettent en cause sa cohérence et son apport.

Cependant, et malgré leurs critiques sur la théorie de l'agence, ils reconnaissent les contributions de cette théorie à la compréhension du fonctionnement des organisations.

- Les limites techniques liées aux modèles³⁹ de création de valeur :

Les modèles de création de valeur présentent des limites liées à leurs techniques de fonctionnement, à leur opérationnalisme ainsi qu'à leur interprétation. Caby et Hirigoyen (1997) avancent deux grands problèmes qui entravent la mise en application de ces modèles. Le premier concerne la difficulté de déterminer le coût du capital des entreprises surtout de type PME, à cause de la difficulté de détermination du coût des fonds propres⁴⁰.

³⁶ Voir infra.

³⁷ cette théorie sera explicitée d'avantage dans ce qui suit.

³⁸ Ces auteurs proposent un modèle d'évaluation du comportement humain : le modèle REMM (Resourceful, Evaluative, MaxiMizers) ou modèle de l'individu ingénieux, évaluateur.

³⁹ Voir section : « Mesure et modèles de création de valeur ».

⁴⁰ Le coût de la dette se présente comme la valeur actuelle nette de l'ensemble des contrats d'endettement au taux actuel de la dette

Le second problème est lié à la possibilité de manipulation des cours boursiers par les dirigeants d'entreprises en manipulant les résultats comptables afin de maintenir la confiance de leurs actionnaires existants et attirer de nouveaux investisseurs. L'inverse est impossible, étant donné que le marché est supposé efficient, donc les dirigeants ne peuvent pas manipuler les cours boursiers.

- *Des limites liées à la performance sociale des modèles de création de valeur :*

Selon Caby et Hirigoyen (1997), la mise en application de ces modèles conduit les dirigeants à suivre des politiques sociales de licenciements massifs pour maintenir et maîtriser les gains de la firme. Ceci étant donné que les charges de personnel représentent la charge la plus lourde pour les entreprises. Et considèrent également que même lors des OPA il n'y a pas de vraie création de valeur mais c'est juste une redistribution de valeur au profit des actionnaires au détriment des autres partenaires.

Vu les critiques et limites de l'approche par la valeur actionnariale, plusieurs auteurs proposent l'alternative de l'approche partenariale.

Ainsi, Charreaux et Desbrières (1998) considèrent la CDV pour les actionnaires comme trop restrictive pour construire une théorie pertinente du *corporate governance* et proposent une définition élargie de la valeur créée : la « valeur partenariale » (*Stakeholder value*).

Cette approche a l'avantage de prendre en considération les intérêts de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise (clients, créanciers, fournisseurs, salariés, pouvoirs publics) et qui sont aussi importants que ceux des actionnaires, car eux aussi investissent au sein de l'entreprise avec leur capital humain financier social... et il y'a toujours le risque que leurs intérêts soient lésés. L'approche partenariale oriente en effet, les décisions du dirigeant de l'entreprise vers les intérêts aussi bien de l'actionnaire que des autres partenaires de la firme.

1.3.2.2 Au primat des parties prenantes : la valeur partenariale.

La plus grande défaillance de l'approche actionnariale réside dans l'ignorance de sa richesse essentielle : le capital humain et son rôle dans la bonne marche de l'entreprise. Une autre raison de la remise en cause de cette théorie de la firme exposée par K.J.Arrow et G. Debreu (1954), est l'incomplétude des contrats avec les différents agents et l'impossibilité de les formaliser ex ante. C'est ainsi, et pour reconnaître la pluralité de l'entreprise, cela passe nécessairement par un changement et une réorientation de son objectif de maximisation de richesse pour ses actionnaires vers un intérêt général et commun à tous ses partenaires afin de leur créer également de la valeur et même de la maximiser. C'est ainsi qu'au primat des shareholders (actionnaires) succède celui des stakeholders (parties prenantes).

Avant de se pencher sur la question de mesure de la valeur créée par chaque partie prenante, il est intéressant d'aborder, en premier lieu, les attentes directes distinctes des stakeholders vis-à-vis de l'entreprise, avant de se pencher à étudier les rapports qui leurs lient avec cette création et répartition de la valeur.

1.3.2.2.1 Identification & caractéristiques théoriques des parties prenantes.

Les tableaux ci-dessous, présentent les attentes de chacune des parties prenantes (tableau2) vis-à-vis de l'entreprise ainsi que les informations qu'ils attendent de cette dernière et la contribution de chaque partenaire à la création de valeur (tableau3).

Tableau 2 : les attentes spécifiques des différents stakeholders

Parties prenantes	Les attentes directes des stakeholders	Informations fournies par les entreprises
Salariés	Rémunération, sécurité de l'emploi, formation.	Rapports de l'entreprise, nouvelles sur l'emploi, négociations
Actionnaires	Dividendes et appréciation du cours boursier	Rapports et comptes annuels, informations sur les fusions et OPA
Clients	Qualité, service, sécurité, bon rapport qualité/ prix	Publicité, documentations, entretien
Banquiers	Liquidité et solvabilité de l'entreprise, valeur des garanties, production de trésorerie	Ratios de couverture, nantissement, prévision de trésorerie
Fournisseurs	Relation stable et durable	Paieement dans les délais
Gouvernement	Respect des lois, de l'emploi, de la compétitivité et données fidèles	Rapports aux organismes officiels, communiqués de presse
Public	Sécurité des opérations, contribution à la communauté	Rapports sur la sécurité, reportages
Environnement	Substitution des ressources non durables et activités non polluantes	Rapports sur l'environnement, rapports de conformité

Source: T.Clarks, « The stakeholder corporation: a business philosophy for the information age », Long range Planning (vol. 31, n°2, 1998), p.182-194.

Tableau 3: La contribution des parties prenantes à la Création de Valeur

Parties prenantes	Contributions à la création de valeur	Incitations pour contribuer
Investisseurs et apporteurs de fonds	Capitaux Endettement Réduction du risque, du coût de financement ou d'emprunt	Dividendes et plus-values
Dirigeants	Compétence pour la gestion de l'organisation	Compensations monétaires : salaires, bonus, stock-options. Psychologiques : satisfaction, pouvoir et réputation
Salariés	Développement d'un capital humain spécifique, innovation, collaboration, engagement, travail en équipes, attitudes	Salaires, bonus, emploi stable et promotions... Incitation, motivation et sanctions pour agir sur les performances

Syndicats	Stabilité de l'emploi, résolution de conflits	
Clients/utilisateurs	Loyauté à la marque, réputation, fréquence d'achats	Qualité, prix des biens et des services, estime...
Fournisseurs et associés de la chaîne d'approvisionnement et logistique	Efficiencie, réduction des coûts, innovation technologiques...	Respect des engagements
Partenaires et alliés	Ressources stratégiques, conquête de marché, option de développement futur	Confiance réciproque, intérêts communs
Communauté locale ; citoyens	Autorisation de travailler, une légitimité...	Prestige national, respect des institutions légales, normatives et cognitives
Gouvernement	Support macroéconomique et politique	Concurrence équitable et licite, règlement des impôts...
Autorités réglementaires	Accréditation, autorisation...	Congruence
ONG	Légitimité et autorisation de travailler	Respect des institutions légales, normatives et cognitives Contribution à l'intérêt commun

Source : d'après G.Jones (2001) et J.Post, L.Preston et S.Sachs (2002).

En effet, la création de valeur au sein de l'entreprise se fait de façon réciproque entre cette dernière et les partenaires. La valeur créée par les parties prenantes, du point de vue de l'entreprise, est étroitement liée à la valeur créée par l'entreprise pour ses parties prenantes :

Apport de la partie prenante = Attentes de l'entreprise ;

Attentes de la partie prenante = Apport de l'entreprise.

Après avoir exposé les attentes légitimes de chacune des parties prenantes, la question de la mesure de cette valeur créée revêtue une grande importance.

1.3.2.2.2 *La mesure de la valeur créée par les différents partenaires.*

F. Figge et S. Schaltegger (2000) résument en trois points l'importance de la mesure de la création de valeur des parties prenantes.

- La création de valeur par les parties prenantes est un indicateur de performance financière de l'entreprise.

- La mesure de la valeur créée par les parties prenantes permet d'établir des vérifications empiriques surtout en ce qui concerne l'estimation de la corrélation entre cette valeur partenariale et la création de valeur. Ce qui permet de démontrer si un management par la valeur tient compte des intérêts de ces partenaires.

- La mesure de la création de valeur des parties prenantes permet de déterminer, d'une part, le poids relatif de la contribution de chacune d'elles dans le processus de création de valeur, d'autre part, une comparaison de cette contribution avec la contribution moyenne des

parties prenantes de même catégorie sur le marché.

Quant à l'opérationnalisation de la valeur partenariale, Charreaux et Desbrières (1998) se sont inspirée des travaux de A. M. Brandenburger et H. W. Stuart (1996), et ont fondé leur raisonnement sur l'analyse de la chaîne de valeur proposée par M. E. Porter (1984), et ce dans le cadre de la théorie des jeux coopératifs pour justifier l'appropriation de la valeur créée.

Charreaux et Desbrières (1998) ont tenté d'apporter des éléments de réponse à cette problématique en proposant une mesure globale de la rente créée par la firme en relation avec les différents stakeholders et non les seuls actionnaires. Cette valeur partenariale repose sur la mesure de valeur créée par différence entre les ventes évaluées au prix d'opportunité et la somme des coûts d'opportunité pour les différents apporteurs de ressources. Le dirigeant, et pour créer de la valeur, doit agir sur l'écart entre les ventes aux prix d'opportunité et les coûts d'opportunité qui doit être positif.

Et pour ce faire, le dirigeant a intérêt d'agir simultanément sur les prix (qui évoluent en fonction de la dépendance des clients par rapport à la firme, et qui peuvent donc être influencés positivement par une forte innovation) et les coûts d'opportunité (une baisse de ces coûts pouvant passer par une rémunération moindre demandée par les prêteurs en raison d'un risque plus faible ou par un accord de partenariat avec les fournisseurs).

Parrat (1999) a également suivi le même raisonnement pour trouver des éléments de réponse à cet obstacle de mesure de la valeur créée par les différents partenaires de la firme. Ainsi :

- Pour les clients, il y a création de valeur lorsque le prix qu'ils paient pour acheter le bien ou le service est inférieur à leur coût d'opportunité, à l'exception des biens pour lesquels la firme est monopolistique. Dans le cas contraire, et si le client achète à un prix supérieur au coût d'opportunité, le partage de la richesse créée sera en faveur de la firme au détriment des clients, ce qui peut lui être préjudiciable à long terme.

- Pour les fournisseurs, il y a création de valeur lorsqu'ils vendent leurs biens et services à un client à un prix supérieur au coût d'opportunité, c'est-à-dire au prix qu'ils auraient été disposés à recevoir.

- Pour les actionnaires, il y a création de richesse lorsqu'ils reçoivent une rémunération globale supérieure à celle qu'ils sont en droit de percevoir. Si cette rémunération se fait au détriment d'une ou de plusieurs des autres parties prenantes, qui seraient alors rémunérées sous leur coût d'opportunité, il y aurait transfert de création de valeur en faveur des actionnaires.

- Pour les salariés, il y a création de valeur en leur faveur, lorsque les salaires perçus sont supérieurs à leur coût d'opportunité, autrement dit, lorsqu'ils sont rémunérés à leur salaire d'efficience.

Et ce sera le même raisonnement pour toutes les autres parties prenantes, sauf que pour les dirigeants ils doivent accorder beaucoup d'attention à la maximisation de richesse non seulement des actionnaires mais de toutes les autres parties prenantes.

La valeur partenariale créée = ventes au coût d'opportunité - somme des coûts d'opportunité

Pourtant, et en dépit de l'apport analytique de cette approche partenariale, elle demeure assez floue, et non opérationnelle (Hirigoyen et Caby, 1998). L'une des principales difficultés réside dans les problèmes liés à la définition d'une fonction d'objectif spécifique pour l'entreprise, et à la question de l'identification des prix et coûts d'opportunité pour les différents Stakeholders, ce qui peut être source d'opportunisme managérial (Jensen, 2001).

1.3.2.2.3 La valeur partenariale et la relation avec l'ensemble des partenaires :

La vision partenariale fait bénéficier en effet, les autres partenaires de la firme du fruit de la valeur créée en cas de conjoncture favorable, en particulier aux dirigeants et aux salariés.

- La valeur partenariale et relations avec les actionnaires :

La vision partenariale et dans le cadre de la firme pluraliste, remet en cause la relation d'agence unique actionnaires/ dirigeants qui pousse ces derniers vers le seul objectif de générer la rente maximale⁴¹ pour satisfaire les actionnaires. D'une part, parce que les actionnaires ne sont plus les seuls propriétaires de la firme, mais la plupart des parties prenantes (en particulier les dirigeants et les salariés) peuvent également être propriétaires des actions de l'entreprise et bénéficient par conséquent, de l'essentiel de la valeur créée et prennent l'essentiel des décisions. Ceci, malgré les propriétés de divisibilité et liquidité des titres de propriété détenus par les actionnaires, et qui leur permettent de les négocier à tout moment grâce à l'existence d'un marché financier et qui n'est pas le cas pour les titres détenus par les autres partenaires de la firme (à l'exception des créanciers obligataires). D'autre part, l'asymétrie d'information entre la firme et les actionnaires, et la cherté des capitaux propres, justifie la faiblesse de leur rôle dans le processus de CDV, ce qui justifie les montages financiers du type holding ou LBO qui visent à économiser les fonds propres.

Dans cette vision pluraliste, le risque résiduel est supporté non par les seuls actionnaires mais également par les salariés ou/et les créanciers, voire les fournisseurs, les clients ou les pouvoirs publics, avec certes, un degré d'exposition au risque différent d'un partenaire à l'autre. Ainsi, et dans le cas d'un partage défavorable de la valeur, les actionnaires sont les premiers à subir cette détérioration, du fait de leur statut légal de créancier résiduel ainsi que de leur rémunération indexée aux plus-values du titre si réalisées. Ils bénéficient, par contre, d'une faible part de la valeur créée en cas de conjoncture favorable surtout en présence d'actionnariat dispersé.

Cette situation conflictuelle justifie l'avènement des systèmes d'intéressement des dirigeants pour atténuer ce conflit, et par conséquent, favoriser l'accroissement de la valeur actionnariale au détriment de la valeur partenariale⁴².

Dans le cas d'actionnariat dominant, les actionnaires exercent un lobbying sur l'équipe dirigeante pour un partage favorable en leur faveur, surtout dans les conjonctures défavorable, ce qui leur permet de revendre leurs titres valorisés grâce à ce partage et ce avant l'apparition des conséquences défavorable de ce partage non justifié⁴³. Le dirigeant se trouve alors obligé, avec le risque croissant d'éviction, à maintenir la part de la valeur créée destinée aux actionnaires et réduire celle des autres partenaires qui assument l'essentiel du risque résiduel plutôt que les actionnaires, ce qui pourra se traduire par des pratiques agressives envers les autres partenaires : licenciement massif des salariés, rejet de projets d'investissement, désinvestissement...

⁴¹ La rente (ou rente ricardienne) pour un apporteur de ressources est le supplément de rémunération perçu par rapport à la rémunération minimale (coût d'opportunité) nécessaire à l'établissement de la transaction. Cette notion de rente est strictement déterminée par la rareté du facteur.

⁴² Situation provisoire et court-termiste, car un transfert dommageable aux partenaires et favorable aux actionnaires ne peut être que contre efficace, trouvant sa justification dans l'inefficience même momentanée du marché financier.

⁴³ C'est l'efficience ou non du marché financier qui prouvera si cet accroissement de la valeur actionnariale est un juste partage de la valeur créée ou encore c'est une hausse de la valeur partenariale.

- La valeur partenariale et relations avec les dirigeants :

Les dirigeants ont toujours tendance à valoriser leurs apports en capital managérial sur le marché des dirigeants ce qui valorise leur slack managérial. Ce dernier, excédent dont ils disposent dans leurs négociations avec les différents partenaires, est soit gardé sous forme de liquidité ou encore réinvestis pour permettre aux autres shareholders d'en bénéficier en terme d'augmentation de rémunérations, de consolidation de la productivité, par conséquent, de la position du dirigeant au sein de l'entreprise.

Cependant, ces partenaires se trouveront défavorisés (salariés démotivés et actionnaires mécontents) si ce slack managérial est accaparé par les seuls dirigeants, ce qui engendrera des conflits d'intérêt et une baisse de la valeur partenariale. Et par conséquent, une répartition équitable de cette valeur partenariale au profit de tous les partenaires principalement les dirigeants, actionnaires et salariés, économise à l'entreprise les conséquences néfastes des conflits d'intérêts entre ces partenaires.

L'alignement sur l'objectif de la maximisation de la valeur partenariale renforce en effet, l'enracinement du dirigeant, valorise ses capacités en matière de négociations avec les différents partenaires surtout les plus prépondérants dans le processus de création de valeur, et par conséquent, valorise ses compétences-clé sur le marché du des dirigeants, chose qui lui permet de bénéficier d'une rémunération plus importante que son coût d'opportunité.

De ce fait, la bonne gouvernance des entreprises, tout comme elle s'intéresse à des mesures répressives et de contrôle des dirigeants, elle doit également traiter les mesures de valorisation et de protection de ce capital managérial pour les épargner de décisions court-termistes. Elle doit insister sur la rémunération de ces dirigeants non pas seulement sur la performance financière basée essentiellement sur la rentabilité des capitaux propres mais également en fonction de la valeur partenariale créée, ainsi que sur des critères de performance stratégiques de long terme.

Holmström (1979) estime que les dirigeants disposent d'une grande latitude pour définir une politique d'investissement sous-optimale, et suggère mettre en place plusieurs mesures de la performance organisationnelle pour évaluation et contrôle des décisions et actions des dirigeants, et d'associer une partie de leur rémunération à cette performance.

D'où l'évolution des systèmes d'intéressement (actionnariat des dirigeants) comme meilleure incitation à cette création de valeur, mais également aux problèmes d'asymétrie d'information entre les différents partenaires. Jensen et Meckling (1976), pour leur part, parlent d'une corrélation positive entre la participation des dirigeants au capital et la valeur de l'entreprise.

- La valeur partenariale et relations avec les salariés.

L'entreprise est une combinaison de capital et travail spécifiques (Aoki, 1984). Et les salariés constituent des actifs hautement spécifiques car difficilement duplicables ou transférables, aussi en raison de la causalité ambiguë qu'ils entretiennent avec la performance, souligne R. W. Coff (1997). Dans ce sens, toute entreprise cherche à maintenir cet avantage compétitif ainsi que la valeur de ce capital spécifique qu'elle a contribué à créer, les salariés de leur part, cherchent à préserver et accroître leur capital humain.

Cependant, les salariés, ce capital humain spécifique peut supporter deux types de risques selon Blair (1997) à savoir : le risque d'expropriation de la valeur créée en leur faveur par les autres parties prenantes de la firme ; ou encore le risque de dégradation de cette valeur dans l'avenir, à cause de l'insuffisance de la rente créée ou de l'inutilité de ces compétences pour la firme. La rémunération de ces risques, protégera aussi bien ce capital spécifique de la disparition que le reste des partenaires de la firme d'une pénalisation inévitable. B.A. Rayton (1996) constate empiriquement une élasticité de la relation entre la rémunération horaire des employés et la performance de l'entreprise.

Parrat, (1999) estime que l'approche partenariale permet d'éviter ce genre de risque en considérant les salariés comme des créanciers résiduels (tout comme les actionnaires) de la

valeur étant créée à leur profit⁴⁴. Blair (1997) propose quant à lui, de rémunérer ce risque avec l'actionnariat salariés, et considère que la rémunération de ces derniers par des actions est un moyen de protection de ce capital spécifique et d'alignement des intérêts des employés et des autres actionnaires.

Smith (1991) estime que la participation institutionnelle des employés dans les conseils d'administration ou de surveillance permet de réduire l'asymétrie d'information, et par conséquence, de contraindre les dirigeants à renoncer à certains comportements opportunistes. Leur statut d'actionnaires au sein des assemblées générales, leur confère un droit d'information ainsi que la possibilité de contrer les décisions de la majorité et des dirigeants en créant ou rejoignant une coalition ou une majorité. La qualité d'administrateurs si acquise par l'assemblée rend les employés-actionnaires mieux placés pour veiller à la défense de leurs intérêts et notamment à la protection de leurs investissements spécifiques à la firme.

Par ailleurs, la participation du personnel au capital a tendance à instaurer un climat de confiance au sein de l'entreprise (Leana & Van Buren, 1999), et favorise l'asociabilité⁴⁵ et la flexibilité du travail, ainsi que l'organisation collective et l'accumulation d'un capital intellectuel au sein de la firme (Leana & Van Buren, 1999). Cet actionnariat-salariés peut également, susciter la confiance des partenaires financiers et commerciaux, ce qui favorisera par conséquent, la Création de la Valeur partenariale.

C'est ainsi qu'un alignement des intérêts des salariés et de la firme passe nécessairement par l'instauration des systèmes de participation financière (actionnariat-salariés) et décisionnelle, ainsi que par la consolidation des cultures organisationnelles.

- La valeur partenariale et relations avec les créanciers financiers :

Le recours à l'endettement implique une grande pression sur le dirigeant pour honorer son engagement à rembourser les dettes, mais lui permet par conséquent, d'échapper à la pression des actionnaires en matière de création et de partage de la valeur créée, ce qui implique moins de risque de court-termisme.

Cette préférence pour l'endettement peut être nuisible à la création et la répartition de la valeur partenariale, à cause notamment des frais fixes liés à l'endettement et qui risquent de freiner le développement du capital humain et plus généralement du capital organisationnel selon B. Cornell et A. C. Shapiro (1987) comparativement à une politique pure d'autofinancement.

Quant à la participation des créanciers financiers au partage de la valeur créée, elle n'est pas si importante, sauf s'ils sont également actionnaires ou s'ils détiennent des titres hybrides tels que les obligations convertibles. Cette faible participation au partage de la valeur créée se justifie, d'une part, par leur préoccupation de s'assurer que la valeur créée suffit à garantir le remboursement des sommes prêtées et leur rémunération, et d'autre part, par la forte concurrence sur les marchés des capitaux qui fait que les financements obligataires standards se font le plus souvent au taux d'opportunité.

Cependant, les banques et pour minimiser les risques surtout celui de défaillance, exercent un contrôle ex ante rigoureux en matière de sélection des projets d'investissements à financer et imposent systématiquement des garanties. Ces deux mesures préventives ont pour effets de freiner la création de valeur, et d'agir négativement sur l'évolution des concours bancaires surtout pour les PME, ainsi qu'elles influent sur la latitude discrétionnaire des dirigeants.

⁴⁴ Il y a création de valeur au profit des salariés si les salaires perçus sont supérieurs à leur coût d'opportunité.

⁴⁵ La volonté et la capacité des participants de subordonner les objectifs individuels et les actions associées aux objectifs collectifs.

Ces mesures répressives ont également pour conséquence d'encourager le recours des entreprises au crédit commercial, car moins rigide que les crédits bancaires, et moins sujet à l'asymétrie d'information grâce à l'accompagnement et le suivi du créancier des transactions commerciales. Ce type de crédit commercial peut contribuer à la création de valeur partenariale en augmentant le prix d'opportunité pour le client ou encore en agissant sur les coûts grâce aux rapports de partenariat avec les fournisseurs.

- La valeur partenariale et relations avec les partenaires commerciaux.

Vu l'importance des liens commerciaux que les entreprises entretiennent avec ses fournisseurs et clients, le dirigeant a tout intérêt à favoriser un partage de la valeur favorable à cette catégorie de partenaires afin de pérenniser ces relations commerciales et à mieux s'enraciner dans l'entreprise⁴⁶.

L'entreprise, et en relation avec ses clients⁴⁷, voit sa valeur créée accroître si elle est en situation de monopole ou encore si ses clients disposent de peu d'alternatives. Cette situation favorise les produits ou/et services de l'entreprise surtout s'ils ont un caractère innovateur, renforce le partenariat éventuel avec le client, et lui donne une position favorable sur le marché.

Normalement, le client a également intérêt à pérenniser la relation commerciale pour longtemps que possible, si cette dernière lui fait bénéficier d'une valeur créée qui n'est possible que si le prix explicite qui lui est facturé est inférieur à son prix d'opportunité.

Dans le cas de conflit d'intérêts entre l'entreprise et ses partenaires commerciaux, la prise de participation, croisée ou non, accompagnée ou non d'un siège au Conseil d'Administration (ou d'échanges d'administrateurs), se présente comme une solution de ce type de relation. En effet, ce type d'actionnariat se distingue généralement par un caractère durable de la relation dont l'objectif n'est pas la rémunération du capital financier apporté en premier lieu, mais l'accroissement de la valeur créée liée à la relation industrielle et commerciale et son partage. Toutefois, ces relations commerciales peuvent également s'accompagner de relations financières prenant la forme de prêts inter-firmes ou de crédit commercial⁴⁸.

⁴⁶ les actionnaires hésiteront à révoquer le dirigeant s'ils jugent que la poursuite d'une relation commerciale nécessaire à la pérennité de la firme, est liée à la personnalité-même du dirigeant, même si la part de la valeur créée qui leur revient, est insuffisante.

⁴⁷ Cette analyse est réversible vis-à-vis des fournisseurs.

⁴⁸ Ces processus complexes de création et de partage de la valeur ne peuvent être appréciés à partir de la seule valeur actionnariale.

Conclusion du premier chapitre

Certes, l'approche traditionnelle de la Création de Valeur répond à un souci légitime des actionnaires, celui d'obtenir une rémunération satisfaisante de leurs apports en capital. Cependant, ce souci doit s'étendre également aux autres partenaires de la firme, apporteurs également de capital et du travail. De ce fait, l'approche actionnariale à elle seule n'est pas en mesure d'apporter des réponses et des explications à la création et au partage de la valeur, du fait qu'elle ne prenne pas en compte l'ensemble des parties prenantes également concernées par cette création et ce partage de la valeur. D'autres critiques sont également apportées à la mesure traditionnelle et met en cause son applicabilité. Il s'agit de la mesure du coût des fonds propres basée sur des estimations des coefficients de sensibilité par le modèle MEDAF et qui sont fortement contestées.

Les différentes relations qu'entretient l'entreprise avec ses différents partenaires, y compris les actionnaires, ne peuvent être dès lors, appréhendées et analysées du seul angle de l'actionnaire, et seule une perspective partenariale enrichie est apte à donner des explications satisfaisantes et des résolutions globales bénéfiques à toutes les parties prenantes de la firme car elles sont à l'origine de la composante la plus importante de la valeur créée et assument au même titre que les actionnaires une partie du risque.

Cependant, cette approche intéressante qu'elle soit, n'a pas échappé aux critiques. Jensen (2002) l'a mis en cause en évoquant quelques arguments :

- L'approche partenariale ne permet pas d'aboutir à une mesure de performance relative de la contribution de chacun à la création de valeur.

Jensen justifie également, le grand intérêt porté par les managers à cette théorie, par leur volonté d'enracinement et d'échappement à la demande des comptes objectifs sur leurs performances.

- La seconde critique de Jensen est la nécessité opérationnelle d'une fonction objectif qui maximise un seul argument, et qui intègre les nécessaires arbitrages entre les différentes parties prenantes tout comme les différents facteurs de production sont combinés dans la fonction économique.

En conclusion, le fond de la question de la répartition de la richesse entre les différentes parties prenantes, est en effet, très lié à la problématique de sa création.

DEUXIEME CHAPITRE

LES MODELES DE DEPENDANCE ENTRE LA STRUCTURE FINANCIERE, LA POLITIQUE DE DIVIDENDE ET LA CREATION DE LA VALEUR.

Introduction

Les entreprises, dans leur processus de prise de décision, sont amenées à faire un choix entre plusieurs décisions financières très liées entre elles :

- Faire appel aux capitaux apportés par les actionnaires et ceux apportés par les créanciers financiers. (c'est-à-dire entre Fonds propres et endettement) ;
- Réinvestissement du surplus de liquidité et distribution de dividendes.
- Financement interne (autofinancement) et externe.

En effet, une politique qui privilégie le financement interne conduit à la rétention des dividendes et au renforcement des fonds propres, par contre, un financement externe tend à favoriser la distribution des dividendes.

Lors de la démarche historique de la Création de Valeur, ces deux décisions financières (financement et distribution de dividendes) ont été étudiées dans leur influence sur la valeur de l'entreprise. Et la question était toujours celle d'explorer :

- D'une part, l'impact d'une géographie donnée de la structure de capital sur le coût du capital et par voie de conséquence sur la valeur de la firme ;
- D'autre part, le rôle explicatif des dividendes dans la détermination de la valeur de l'action.

Adversaires et partisans de la neutralité de l'influence de la décision de financement et de la politique de distribution des dividendes, se sont affrontés depuis plus de quarante ans pour convaincre de la validité et la rationalité de leurs théories et résultats empiriques. Et pour faire le point sur le détail de ces débats et théories, nous allons nous appuyer dans un premier point (3.1) sur les enseignements de la théorie financière classique (3.1.1) et moderne (3.1.2) en matière d'influence de la structure financière sur la valeur de la firme.

Le chapitre exposera également dans un deuxième point (3.2) le débat théorique autour de l'influence de la politique de dividende sur la valeur de l'action.

2.1 Les modèles de dépendance entre la structure financière et la CDV.

La question de la structure financière en relation avec celle de la Création de Valeur a vu s'affronter deux grands courants de pensée :

Les partisans de la théorie traditionnelle (2.1.1) qui militent en faveur de non neutralité de la structure financière sur la Création de Valeur. Selon ces partisans il existe bien une structure financière optimale qui maximise la valeur de l'entreprise, une structure qui se situe à des niveaux d'endettement différents selon les entreprises.

A l'opposé, F. Modigliani et M. Miller (1958), et en l'absence de l'impôt sur les sociétés, affirment que la valeur de l'entreprise est indépendante de la structure financière. Suite à de nombreuses critiques adressées aux conclusions de ces deux auteurs, F. Modigliani et M. Miller dans leur article de 1963, introduisent l'incidence de l'impôt sur les sociétés, toutes choses égales par ailleurs, et affirment que la valeur de l'entreprise augmente au fur et à mesure que les dettes augmentent. Ils concluent cependant, qu'il n'y a pas de niveau d'endettement optimal ni de structure financière optimale, et que la capacité de s'endetter est limitée par le risque et les coûts de la faillite qui font augmenter le coût du capital.

En se fondant sur la première proposition de F. Modigliani et M. Miller en l'absence d'impôt F. Black et M. Scholes (1973), en se fondant sur la théorie des options⁴⁹, démontrent que cette proposition pourrait être étendue à l'hypothèse des dettes risquées, et que la valeur de l'entreprise est indépendante de sa structure financière.

⁴⁹Cette théorie sera explicitée dans ce qui suit.

La valeur globale de la firme reste inchangée et ce n'est que la répartition entre la valeur des dettes et celle des actions qui change.

Une augmentation de l'endettement, la valeur de la firme restant constante, accroît le risque de faillite et réduit la valeur de marché des autres titres.

De nouvelles théories se sont intéressées également à cette question d'influence de la structure financière sur la valeur de l'entreprise (2.1.2).

2.1.1 Les approches traditionnelles.

2.1.1.1 La théorie traditionnelle.

D'après les partisans de la théorie traditionnelle, il existe bien une structure financière optimale où le coût moyen pondéré du capital est le plus faible et donc la valeur de l'actif économique est la plus élevée. Cette non neutralité supposée dans un monde sans impôt, tant au niveau de l'entreprise (absence d'impôt sur le bénéfice) qu'à celui des investisseurs (pas d'impôt sur le dividende, ni impôt sur les plus values), s'explique par le recours à la dette qui est moins risquée et coûte moins cher que les fonds propres. Toute augmentation modérée de la dette permet de réduire le coût moyen du capital, grâce à la substitution de cette ressource moins chère (la dette) à une ressource plus chère (les capitaux propres).

L'augmentation continue de la part des dettes dans les capitaux augmente le niveau de risque de l'entreprise pour l'actionnaire. Ce dernier exigera automatiquement un taux de rentabilité plus élevé, ce qui annule donc une partie de la diminution du coût engendrée par le recours à l'endettement, jusqu'à annulation de l'effet positif du recours à la dette. Et c'est à ce niveau de levier financier (rapport dettes/capitaux propres), correspond une structure financière optimale qui minimise le coût moyen pondéré du capital et maximise la valeur de la firme. Si l'entreprise continue à s'endetter au delà de ce niveau, elle devient plus risquée et le gain en coût généré par la dette ne compensera plus l'augmentation du taux de rentabilité exigé par les actionnaires.

2.1.1.2 L'approche de F. Modigliani et M. Miller

F. Modigliani et M. Miller en 1958⁵⁰, et sur la base des modèles théoriques fondés sur des hypothèses bien spécifiques, concluent que la valeur de la firme est complètement indépendante de sa structure du capital et qu'aucune combinaison de capitaux propres/dettes n'est préférable à une autre.

Et pour aboutir à ce constat, M&M ont fondé leurs développements théoriques sur six hypothèses à savoir :

- La concurrence parfaite au sein des marchés de capitaux. C'est-à-dire que l'information est disponible et gratuite, et il n'y a ni impôts ni coûts de transactions et les investisseurs sont supposés rationnels.
- Les prix sont déterminés par le marché via la confrontation entre l'offre et de la demande.
- Le risque de faillite n'est pas envisagé.
- Absence de barrières à l'entrée et à la sortie du marché des capitaux, et tout le monde (personne physique ou morale) peut emprunter et prêter au même taux.
- Tous les bénéfices sont distribués sous forme de dividendes pour éviter les interférences entre la politique de dividende et la structure financière.
- Les entreprises sont réparties en des classes de risque économique équivalentes et le taux d'intérêt est supposé constant dans chacune de ces classes.

Ces propositions de M&M (1958) ont été élaborées en faisant recours au processus d'arbitrage comme moyen de raisonnement.

⁵⁰ F. Modigliani ET M. Miller « Coût du capital, gestion financière et théorie de l'investissement » *Finances modernes: théories et pratiques*, Dunod 1973.

a/ Le processus d'arbitrage de M&M (1958) en absence d'impôt sur le bénéfice.

En l'absence d'impôt et sur un marché en équilibre⁵¹, l'approche traditionnelle est fautive selon M&M, et qu'il n'existe pas de structure financière optimale, et que le taux de rentabilité global exigé étant constant quelque soit le niveau de l'endettement de la firme. Dans ces conditions, la valeur de la firme ne peut être que liée à sa capacité bénéficiaire, elle-même fonction de la rentabilité de ses investissements industriels et commerciaux.

Pour démontrer leur idée, ils considèrent deux firmes⁵² identiques en tous les points, mais de structures financières différentes. Les valeurs de leurs capitaux propres et dettes sont différentes, mais les sommes des valeurs des capitaux propres et des dettes sont identiques. Ils supposent également que dans le cas contraire, les arbitrages du marché rétabliront la situation d'équilibre.

Les deux entreprises : N sans dettes et E endettée, ont le même résultat d'exploitation avant charges financières R . D est le montant des dettes de l'entreprise endettée et i le taux d'intérêt qui rémunère la dette. Deux situations sont alors possibles :

- Si la valeur de la firme sans dettes V_N est supérieure à la valeur de la firme endettée V_E , ($V_N > V_E$); l'investisseur qui possède une fraction α des titres de l'entreprise sans dettes percevra comme rémunération αR . S'il liquide sa position pour investir dans les titres de la firme endettée (actions et obligations), il percevra $\alpha(R - iD)$ comme rémunération des actions et αiD comme rémunération des obligations, soit en somme αR .

Et l'investisseur continuera à vendre les titres de la firme non endettée pour investir dans ceux de la firme endettée jusqu'à égalisation des valeurs des deux firmes.

- Alors que si $V_E > V_N$, l'actionnaire qui possède une fraction α des titres de la firme endettée aura comme revenu $\alpha(R - iD)$. Si ce dernier liquide sa position pour acquérir la même proportion des titres de la firme sans dettes, il aura besoin de recourir à un emprunt pour conserver la même structure financière qu'il possédait. Ses nouveaux revenus seront alors de αR diminués des intérêts de l'emprunt personnel contractée αiD , soit en somme $\alpha(R - iD)$.

Les mécanismes d'arbitrage d'un marché en équilibre feront donc, baisser les valeurs des actions surévaluées et permettront aux valeurs des actions sous-évaluées de monter jusqu'à ce que les différences entre les valeurs des deux firmes s'anéantissent.

M&M concluent donc que la valeur de toute entreprise est indépendante de sa structure financière. Aussi ils démontrent que le coût du capital d'une firme est indépendant de la structure financière qu'elle adopte, et il est égal au taux de capitalisation des flux de revenu d'une entreprise de la même classe de risque sans aucun endettement⁵³.

M&M conclut alors, qu'en absence d'impôts sur les bénéfices des sociétés, la notion de structure financière optimale n'a pas d'influence sur la Création de la Valeur des firmes, et le coût moyen du capital de l'entreprise (CMPC) est constant et indifférent aux sources de financement. Et que les composantes de ce coût moyen pondéré du capital⁵⁴ s'ajustent à l'occasion de tout changement de structure financière.

M&M concluent dans ce cas que la nature des projets d'investissements (actifs économique) est la seule déterminante de la valeur de la firme.

Et pour démontrer l'augmentation du risque suite à un levier financier de plus en plus important, M&M suivent l'enchaînement logique suivant :

⁵¹ la dette est considérée sans risque, les entreprises ne peuvent pas faire faillite, et absence des conflits d'agence dirigeants/actionnaires.

⁵² M&M considéraient que la valeur d'une firme endettée ne peut être supérieure à celle de la firme sans dette, car cette situation créerait des opportunités d'arbitrage en faveur de la firme endettée, chose qui sera rapidement neutralisée par les mécanismes du marché.

⁵³ F. Modigliani ET M. Miller « Coût du capital, gestion financière et théorie de l'investissement » Finances modernes: Théories et pratiques, Dunod 1973.

⁵⁴ Le coût supplémentaire, dû à la prime de risque demandée par les actionnaires de la firme endettée comme compensation du risque financier qu'ils encourent, absorbe le gain permis par l'utilisation de la dette dont le coût est plus faible, pour que finalement le taux de rentabilité global exigé (CMPC) soit constant

Le taux de rendement d'un actif R_A est égal à la moyenne pondérée des rendements des titres qui le composent (R_C et R_D):

$$R_A = R_C (C / (C+D)) + R_D (D / (C+D))$$

D'où le taux de rendement espéré des actions R_C :

$$R_C = R_A + D/C (R_A - R_D)$$

En introduisant le β qui mesure le risque des titres nous obtenons :

$$\beta_C = \beta_A + D/C (\beta_A - \beta_D)$$

Cette démonstration affirme que le risque des actions d'une firme endettée est une fonction croissante du levier financier (ratio des dettes aux capitaux propres D/C). Les propositions de M&M qui présument l'indifférence de la valeur de la firme et de son coût du capital à la structure de financement, se trouvent dès lors nuancées et se fondent sur un raisonnement simpliste de l'environnement financier de l'entreprise et aux comportements des investisseurs. En effet, M&M raisonnent abstraction faite de certains paramètres touchant à l'environnement financier de la firme à savoir :

- L'ignorance l'impôt sur les bénéfices des sociétés est un raisonnement désavantageux car dans le cas contraire l'effet de levier financier bénéficie de l'économie d'impôt engendrée par les intérêts financiers.
- La diversité des modalités d'emprunt et des taux d'intérêts pratiqués.
- Les imperfections des marchés des capitaux qui peuvent dévier le processus d'arbitrage de son raisonnement simpliste.

Ces limites ont poussées M&M à repenser les fondements théoriques de leur modèle de financement des entreprises en introduisant la variable fiscale dans leur deuxième article (1963).

b/ L'introduction de la variable fiscale par M&M :

Dans leur deuxième article de 1963⁵⁵, M&M introduisent la variable fiscale considérée comme étant la première imperfection à laquelle est confronté l'équilibre financier de concurrence pure et parfaite, du fait de l'asymétrie du traitement fiscal⁵⁶ entre les capitaux propres et les dettes.

En effet, cet avantage d'économie d'impôt, résultat de la déductibilité des intérêts financiers du résultat imposable de l'entreprise, améliore le résultat de la firme endettée et par conséquent, le rendement de ses actions.

En suivant la démarche de M&M⁵⁷ (1963), qui considèrent le cas des deux entreprises : N (sans dettes) et E (endettée) en supposant qu'elles sont imposées sur les bénéfices, et dégagent le même bénéfice avant impôt et intérêts R .

La valeur de l'entreprise N sera égale à la capitalisation du flux de revenu :

$$V_N = R (1-\pi) / r_i \quad (\text{avec } \pi \text{ le taux de l'impôt sur les bénéfices}).$$

La valeur de l'entreprise E endettée est, par définition, égale à la somme actualisée du flux de liquidités allant aux actionnaires $(R - r_f D) (1-\pi)$ et aux créanciers $r_f D$, soit on faisant toujours l'hypothèse de flux perpétuels :

⁵⁵ M&M : « Corporate income taxes and the costs of capital : a correction » American Economic Review, vol 53, n°3. 1963.

⁵⁶ la dette est privilégiée par le fisc par rapport aux fonds propres, puisque les intérêts financiers sont déductibles du bénéfice imposable, alors que les dividendes sont doublement imposés.

⁵⁷ Albouy .M : « Financement et coût du capital des entreprises » Edition Eyrolles, 1991.

$$V_E = [R (1-\pi) / r_i] + (\pi r_f D)$$

$$V_E = V_N + \pi D$$

Avec :

π : taux d'imposition des bénéfices.

r_f : taux d'intérêt sur la dette ;

r_i : taux de rentabilité exigé par le marché sur les actions de la firme N sans dette ;

On constate que la valeur de l'entreprise endettée est supérieure à celle de l'entreprise sans dette. Ceci est dû au supplément de valeur qui correspond à la somme actualisée de l'économie fiscale due à la déductibilité des intérêts de la dette. Donc on peut conclure, selon ces résultats de démonstration, que la politique de financement optimale qui permet de maximiser la valeur de l'entreprise est de s'endetter au maximum afin de bénéficier de l'économie fiscale.

c/ Les conséquences de l'économie fiscale sur le CMPC de l'entreprise endettée.

La question est de déduire le coût des capitaux propres d'une entreprise endettée r_E en fonction de r_i (coût du capital de l'entreprise sans dette N). Par définition :

$$r_E = [(R - r_f D) (1 - \pi)] / S_E \quad \text{et} \quad r_i = R (1 - \pi) / V_N$$

Avec :

S_E : la valeur de marché des actions de la firme E ;

Et par définition : $V_E = S_E + D$

Et comme déjà démontré : $V_E = V_N + \pi D$

On en déduit que :

$$r_E = [(R (1 - \pi) / V_N) (V_N / S_E)] - [r_f D (1 - \pi) / S_E]^{(*)}$$

En posant $\lambda = D / S_E$ le levier financier de l'entreprise endettée, on obtient après simplification :

$$r_E = r_i + (r_i - r_f) \lambda (1 - \pi)$$

Le coût moyen pondéré du capital $CMPC_E$ de l'entreprise endettée est égale à :

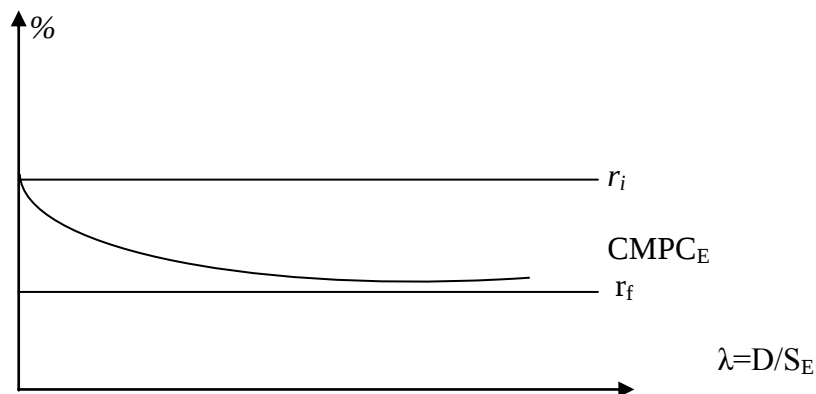
$$CMPC_E = r_E (S_E / S_E + D) + r_f (1 + \pi) (D / S_E + D)$$

En remplaçant r_E par son expression $(*)$ dans l'équation du $CMPC_E$ on obtient après arrangement et simplification :

$$CMPC_E = r_i [1 - \pi (\lambda / 1 + \lambda)]$$

On constate que le coût moyen pondéré du capital d'une entreprise endettée est inférieur au coût du capital d'une entreprise sans dette. Cet avantage provient de l'avantage fiscal lié à la déductibilité des intérêts de la dette.

Figure 2 : Coût du capital et endettement



Source : Albouy .M : « Financement et coût du capital des entreprises » Edition Eyrolles, 1991, p : 15

d/ La prise en considération de la fiscalité des actionnaires & des créanciers⁵⁸:

Le raisonnement de Miller (1977) en matière de l'influence de la structure financière du capital sur la valeur de la firme, s'est poursuivi en intégrant par la suite la fiscalité des investisseurs. Pour ce faire, il faut calculer les flux de liquidités allant aux actionnaires et aux créanciers après le prélèvement de l'impôt.

Soit π_a le taux marginal d'imposition des actionnaires et π_d celui des créanciers. Les flux après impôt sont :

- Pour les actionnaires : $(R - r_f D) (1 - \pi) (1 - \pi_a)$
- Pour les créanciers : $r_f D (1 - \pi_d)$

La valeur de l'entreprise non endettée N sera de :

$$V_N^* = [R (1 - \pi) (1 - \pi_a)] / r_i$$

La valeur de l'entreprise endettée E est :

$$V_E^* = V_N^* + [\pi (1 - \pi_a) + \pi_a - \pi_d] D$$

Le gain fiscal G_f qui résulterait de l'endettement après prise en considération de la fiscalité des investisseurs :

$$G_f = \left[1 - \frac{(1 - \pi) (1 - \pi_a)}{(1 - \pi_d)} \right] D$$

Trois cas possibles découlent de cette dernière proposition de Miller 1977 :

- Si le taux d'imposition marginale des actionnaires tend vers zéro, alors : $\pi_d = \pi$ (taux d'imposition des revenus de la dette égale à l'impôt sur les bénéfices des sociétés), donc il n'y a pas d'avantage à l'endettement ($G_f = 0$). L'avantage fiscal de la dette disparaît après prise en compte de l'imposition des revenus de cette dette. C'est le premier théorème de M&M qui se vérifie encore une fois ici.
- Lorsque $\pi_d = \pi_a$, le gain fiscal sera égal à πD . L'endettement augmente la valeur de la firme ce qui coïncide avec la proposition de M&M de 1963 ;
- $\pi_d > \pi_a$, le gain fiscal sera inférieur à l'avantage fiscal πD lié à la déductibilité des intérêts financiers qui se trouvera contrebalancé par l'imposition excessive des revenus des obligataires.

2.1.1.3 La théorie de compromis ou « The Static Trade-off Theory » (STOT).

Les entreprises ne peuvent s'endetter au maximum de leur capacité à cause du risque de faillite qui limite leur capacité d'endettement.

Ce risque de faillite augmente avec l'augmentation de l'endettement, et entraîne un certain coût non négligeable, qui permet de transférer une partie du risque économique sur les créanciers, comme il permet aux actionnaires d'échapper au rembourser de la dette du fait de leur responsabilité limitée.

En effet, ce coût de faillite peut être un coût direct tels que les frais légaux et administratifs de la procédure judiciaire, comme peut être un coût indirect (perte de confiance des créanciers, des fournisseurs, des tiers...).

Ceci explique en effet, les procédures et exigences en termes de ratios et garanties demandés par les banques et organismes financiers de prêt.

Dans ces conditions, et en prenant en compte les coûts de la faillite, la valeur d'une entreprise endettée V_E devient :

$$V_E = V_N + \pi D + C_f$$

Avec :

C_f : la valeur actuelle des coûts de faillite.

⁵⁸ voir annexe : fiscalité des valeurs marocaines cotées à la BVC.

Ce risque de la faillite et ses coûts estimés imposent aux dirigeants de faire l'arbitrage entre les gains procurés par les économies d'impôt des intérêts financiers de la dette et les pertes estimées des coûts de faillite, ce qui laisse s'interroger sur l'existence d'un niveau d'endettement optimal.

Nous analyserons ici et pour donner des éléments de réponses à cette problématique, les contributions de Kim (1978) et Malécot (1984) et Louvet (1996)⁵⁹, qui ont porté sur la notion d'endettement limite en sa relation avec la structure optimale du capital.

a/ Capacité d'endettement et valeur de la firme selon Kim (1978).

Kim (1978) a proposé une analyse en termes de moyenne- variance de la notion de capacité d'endettement de la firme avant qu'il s'intéresse à la question de la structure optimale du capital.

Kim, s'est basé sur deux hypothèses essentielles à savoir l'imposition des bénéfices et l'existence d'un risque de faillite. Il montre que pour une entreprise qui cherche à maximiser la richesse de leurs actionnaires, elle ne devra jamais d'endetter au maximum de sa capacité.

En effet, et dans un marché efficient, il montre que ni les entreprises peuvent augmenter leur endettement éternellement ni les investisseurs accepteront de continuer à emprunter ces firmes endettées.

L'entreprise ne peut en effet, augmenter sa dette, toutes choses égales par ailleurs, que si elle promet de payer aux obligataires potentiels plus d'intérêts et ce au fur et à mesure qu'elle s'endette jusqu'à l'atteinte de la capacité d'endettement. Si cette capacité est atteinte, le risque de défaillance devient plus probable, et le coût de la faillite devient positif, et par conséquent, si cette faillite est certaine, les fonds propres de la firme ne valent plus rien.

Selon Kim, l'optimum d'endettement se situera quelque part en dessous de la capacité maximale d'endettement. Il correspond au point où l'apport marginal d'une unité supplémentaire de la dette est nul pour la valeur de la firme. Au-delà de ce niveau toute augmentation de l'endettement entraînera automatiquement une diminution de la valeur de la firme.

b/ Capacité d'endettement et valeur de la firme : Modèle de Malécot (1984) :

Malécot (1984), en reprenant les propos de Kim (1978), a essayé d'approcher la capacité d'endettement par la solvabilité liée au remboursement de la dette. Pour Malécot, la faillite peut intervenir dès que l'entreprise ne remplit pas ses obligations vis-à-vis de ses créanciers, d'où l'association d'un risque à l'endettement, quelles que soient l'appréciation et la mesure de ce risque.

Malécot (1984), et en reprenant cette fois-ci les résultats des modèles théoriques précédents, notamment celui de M&M (1958), M&M (1963) et Miller (1977), il a construit son propre modèle où il pose les règles d'un endettement optimal qui maximise la valeur de la firme.

Malécot part de deux constations pour démontrer la non-pertinence d'une liaison entre la structure optimale du capital et un endettement limite, et pour remettre en cause l'égalité entre les économies d'impôts et les coûts de faillite :

- En premier lieu, la mesure des deux notions d'économie d'impôts et de coûts de faillite, n'est pas du même ordre ; les économies d'impôts portant sur un flux, alors que les coûts de faillite sont supportés un stock : tout l'actif de l'entreprise. Il doute, ainsi, sur la possibilité d'une éventuelle égalité systématique entre les deux valeurs.
- En deuxième lieu, les conséquences d'une telle affirmation amènent à établir un taux de défaillance largement supérieur au taux réel constaté en réalité.

⁵⁹ RIGAR .M : « Les pratiques de financement des entreprises marocaines » Doctorat d'Etat en sciences de gestion, université de Rabat-Agdal.

Les résultats des études empiriques faites sur les entreprises françaises avance deux explications à cette constatation : ou bien les entreprises françaises sont fort éloignées de l'optimum, ce qui est loin d'être l'opinion des dirigeants des entreprises, ou bien les critères de détermination de l'endettement limite sont autres.

Malécot (1984) estime également que les coûts de faillite sont loin d'être négligeables, et distingue entre coûts directs et coûts indirects selon qu'ils soient des coûts engagés à priori ou à posteriori de la faillite.

Tableau 4 : Les coûts de défaillance.

	Coûts directs	Coûts indirects
A priori	Coûts administratifs. Coûts de réorganisation. Coûts financiers.	Coûts d'image (crédibilité financière commerciale).
A posteriori	Coûts de délégation. Coûts de vente forcée et urgente des actifs Coûts sociaux.	Coûts d'opportunité (manque à gagner).

(Source : J.F Malécot, La mesure des coûts de faillite : une note, Finance (1984).)

Pour clarifier la notion de l'endettement limite en présence des coûts probables de faillite et les retombées probables sur la valeur de la firme, Malécot a posé des hypothèses semblables à celles élaborées par M&M dans leurs première et deuxième propositions :

- Les marchés sont parfaitement concurrentiels (grand nombre d'acheteurs et de vendeurs, information disponible, gratuite et généralisée), et l'entreprise ne peut se financer qu'au moyen de deux titres: l'action et l'obligation.
- Le taux d'intérêt de la dette n'est pas lié ni au facteur temps (durée de l'emprunt), ni au levier d'endettement (montant des dettes).
- Les taux d'imposition personnelle des revenus ou des gains de capital sont supposés nuls, et l'ensemble des bénéfices après impôts sont distribués aux actionnaires pour ainsi éviter toute interaction avec la politique de dividende pratiquée par l'entreprise.
- L'entreprise sera déclarée en faillite dès que la valeur du capital serait nulle.
- Il n'y a ni coûts de transactions ni coûts de fixation des cours. Seuls les coûts probables de faillite existent.

Le modèle de Malecot (1984):

En posant :

D : montant total des dettes ;

i : taux d'intérêt ;

X: valeurs des bénéfices avant paiement des impôts et des intérêts ;

VA : valeur (de marché) des fonds propres;

VB : valeur (de marché) de la dette ;

V: valeur (de marché) de l'entreprise ;

L : coûts absolus de faillite ;

t : taux d'imposition des bénéfices

Le tableau suivant expose les différents scénarios possibles en cas de faillite en matière de couverture des droits des obligataires et des actionnaires:

Tableau 5 : Les scénarios du modèle de Malécot (1984) possibles en cas de faillite.

Scénarios	$X \geq iD$	$iD - VA \leq X < iD$	$-V+L \leq X < iD - VA$	$X < -V+L$
Obligataires	$iD + D$	$iD + D$	$X + V - L$	0
Actionnaires	$(1-t)(X - iD) + V - D$	$X + VA - iD$	0	0

Scénario 1 :

Lorsque les bénéfices sont plus que couvrir les intérêts ($X \geq iD$) l'entreprise ne risque pas la faillite, les obligataires sont alors sûrs de récupérer leurs créances en plus des intérêts soit ($iD + D$), les actionnaires se partageront le reliquat après paiement des impôts sur les bénéfices soit $[(1-t)(X - iD) + V - D]$.

Scénario 2 :

Lorsque les intérêts financiers dépassent les bénéfices réalisés ($X < iD$), l'entreprise commence à connaître des difficultés financières, mais reste loin de la faillite tant qu'elle pourra émettre des titres financiers, actions ou obligations, que les investisseurs accepteront d'acheter. Dans ce cas, et tant que les fonds propres couvrent la dette ($iD - VA \leq X$) les obligataires pourront toujours garantir leurs créances envers l'entreprise en plus des intérêts qui rémunèrent ce placement soit ($iD + D$), alors que les actionnaires percevront ($X + VA - iD$). Dans ce cas, l'entreprise ne bénéficiera pas de levier financier car elle ne paiera pas d'impôts sur le bénéfice vu l'insuffisance des résultats à couvrir les charges financières provenant de l'endettement.

Scénario 3 :

Le cas où l'entreprise commence à courir le risque de faillite est quand la valeur des fonds propres n'arrive plus à couvrir le service de la dette ($X < iD - VA$), le reliquat de la valeur soit ($X + V - L$) sera à la seule disposition des créanciers qui se le partageront en fonction des priorités. Les actionnaires ne percevront rien dans ce cas.

Scénario 4 :

Le dernier scénario déclenche l'alarme de danger puisque ni actionnaires ni obligataires ne recevront absolument rien. C'est le cas où les coûts de liquidation ne sont pas couverts par le reliquat de valeur qui persiste ($L - V - X < 0$), la firme est automatiquement déclarée en faillite, et les obligataires se trouvent perdants à cause de la responsabilité limitée qui protège les actionnaires.

Selon Malécot il n'existe pas de structure de capital optimale, et rejoint M&M pour affirmer que l'entreprise a intérêt à accroître son levier financier tant que l'endettement n'est pas risqué, et que la limite de l'endettement dépendra de la rentabilité du projet à financer. Et c'est seulement le flux bénéficiaire apporté par le projet marginal à financer par l'endettement qui pourra augmenter la valeur de l'entreprise si et seulement si ce flux est supérieur au taux requis sur les projets multiplié par la valeur totale du projet.

Malécot conclut qu'il n'y a pas de limite à l'endettement tant que le risque de faillite est nul, et l'entreprise peut choisir librement sa structure financière et peut s'endetter tant que les projets à financer par cet endettement rapportent un taux de rendement supérieur au coût du capital de l'entreprise. La limite d'endettement n'est, donc, pas liée à une égalité entre économie d'impôts et coûts probables de faillite, mais à la seule capacité de remboursement de la firme.

Malécot rejoint également les propositions de MM (1958) et Miller (1977) en matière de politique de rétention de dividende comme moyen de financement des investissements, et conclut que les modèles de structure optimale du capital sont erronés.

2.1.2 Les approches modernes :

Enormément de travaux ont été consacrés à ce thème de recherche « la structure financière de l'entreprise et ses éventuelles implications sur la valeur de la firme », et qui presque tout, remettent les propositions initiales de Modigliani & Miller (1958) puisque militent en faveur d'une non-neutralité de la décision de financement vis-à-vis de la valeur de la firme.

Il est dans notre intention de présenter ici les études les plus récentes réalisées sur ce sujet et mettre en relief la diversité des propositions qui ont été faites, et d'en tirer les éventuelles conséquences au niveau de la valeur de la firme.

En effet, les principales contributions ayant trait aux déterminants de la structure financière ont, comme le précisent M. Harris et A. Raviv (1991)⁶⁰, essentiellement porté sur :

- La résolution de conflits d'intérêt entre divers groupes d'investisseurs détenant des titres financiers de nature différente et d'autres parties prenantes (dirigeants, créanciers...) (théorie de l'agence Jensen et Meckling 1976) ;
- Les problèmes de révélation de l'information au marché financier (la théorie des asymétries d'informations et la théorie des signaux (Ross 1977) ;
- L'influence de la nature des produits, de la structure concurrentielle du secteur, ou de la nature du contrôle (théorie des coûts de transaction, Théorie des options....)

Ces diverses contributions vont être examinées dans cette section, leur impact sur la valeur de l'entreprise étant étudié.

2.1.2.1 La théorie de l'agence.

La théorie financière néo-classique prône comme objectif la maximisation de la valeur des capitaux propres. Cet objectif converge avec celui de la maximisation de la valeur de la firme à deux conditions⁶¹

- Il n'existe pas de conflits d'intérêt entre les agents qui font partie du circuit économique de l'entreprise.
- Aucun agent, du fait de sa position (dirigeant...) ne possède le pouvoir d'influencer la répartition de la valeur de l'entreprise, ou encore d'agir sur la décision d'investissement supposée créatrice de valeur.

La vision de la théorie d'agence, qui assimile l'entreprise comme un nœud de contrat ou encore un ensemble de relation contractuelle, l'oblige à délégué le pouvoir de décision aux gens au sein de la firme. Et cette délégation (dite relation d'agence) entraîne des coûts particuliers appelés coûts d'agence⁶², et comme le précise N. Mourgues, sont supportés pour l'essentiel par le mandant.

M. Jensen et W. Meckling (1976) en se basant sur les travaux initiaux de E. Fama et M. Miller (1972) ont identifié deux principales catégories de conflit qui résulte de cette relation d'agence, à savoir les conflits d'intérêts actionnaires/dirigeants, et actionnaires/créanciers.

a/ Conflits d'intérêts actionnaires/dirigeants :

L'impossibilité de discipliner le comportement des dirigeants aux intérêts des actionnaires fait que ce conflit managers-actionnaires occupe le centre de la théorie de l'agence. Ce conflit est du à fait que les dirigeants ne détiennent pas l'intégralité du capital social de l'entreprise, et par conséquent, ils ne peuvent pas bénéficier pleinement du produit de leurs efforts alors qu'ils supportent l'essentiel des charges afférentes.

⁶⁰ Navatte . P : « Finance d'entreprise et théorie de options » Edition Economica, 1998, page 60-61.

⁶¹ Navatte . P : « Finance d'entreprise et théorie de options » Edition Economica, 1998, page 60-61.

⁶² Tels que : les coûts de surveillance (dépenses de contrôle des actions du mandataire), les coûts de justification et les coûts résiduels.

La résolution traditionnelle de ce conflit d'agence fait recours au mécanisme disciplinaire de l'endettement (Jensen et Meckling, 1986) ainsi que système d'intéressement et de contrôle des managers.

En effet, un endettement important permet aux actionnaires d'exercer un contrôle strict sur les dirigeants qui se trouvent obligés à gérer au mieux leurs entreprises, et maximiser les flux de trésorerie qui leurs permettent de faire face aux échéances des intérêts à payer et au remboursement de la dette. Dans l'impossibilité de rembourser cette dette, l'entreprise doit faire face au risque de la faillite et les dirigeants au risque de perte de leur travail et de leur image sur le marché du travail.

Ce conflit peut également être résolu, si les dirigeants font preuve de bonne gestion, par l'intéressement de ces derniers aux résultats, et qui peuvent devenir actionnaires directs ou potentiels de l'entreprise. L'objectif étant de pousser l'équipe dirigeante vers une meilleure gestion du BFR, meilleur choix des investissements... Pour améliorer la génération de liquidités et donc la création de valeur.

Les managers deviennent des « actionnaires de fait » de l'entreprise au travers de contrats d'incitation leur réservant des droits sur le cash-flow (intéressement, stock options, achat ou détention d'une partie du capital). Ce qui se traduit par la diffusion d'une information privée vraie sur la rentabilité économique de l'entreprise aux actionnaires contrôlant.

La théorie d'enracinement quant à elle part du constat que ces mécanismes d'incitation et de contrôle ne sont pas toujours suffisants pour contraindre les dirigeants à s'aligner aux intérêts des actionnaires. La plupart des dirigeants sont guidés par leur souhait d'enracinement au sein de l'entreprise et rendre leur remplacement coûteux ce qui augmente leur pouvoir et leurs pratiques discrétionnaires.

Des comportements opportunistes à court terme des managers peuvent cependant, apparaître et ce malgré les contrats incitatifs et peuvent aller jusqu'à la manipulation comptable des résultats en les augmentant artificiellement pour agir sur les cours de marché et exercer leurs contrats de stock options ou leurs plan d'achat d'actions.

Pour restreindre les conséquences défavorables liés aux comportements opportunistes des dirigeants, M. Jensen (1986) fait remarquer que la dette du fait des remboursements qu'elle implique, réduit les « free cash-flow » utilisable de manière discrétionnaire par le manager, et par conséquent, aligne les comportements des dirigeants aux intérêts des actionnaires.

b/ Conflits d'intérêts actionnaires/créanciers.

Une seconde catégorie de conflits est celle entre actionnaires et créanciers. Un conflit justifié d'une part, par le risque supporté par les créanciers en cas d'investissement (financé par la dette) non rentable, et par la responsabilité limitée des actionnaires dans ce cas, d'autre part. Dans le cas contraire, les gains réalisés vont bénéficier essentiellement aux actionnaires, ce qui justifie l'aversion de ces derniers vers les projets très risqués. Cependant, les créanciers peuvent en cas d'émission de dettes, anticiper le comportement futur des actionnaires et exiger plus de garanties et les clauses des contrats de prêt seront plus restrictives.

Ainsi, nous pourrions citer quatre sources⁶³ potentielles de conflit entre actionnaires et créanciers dans le cas des entreprises qui ont contracté des dettes risquées :

- Le montant des dividendes distribués :

Une politique de distribution généreuse surtout si elle est faite au détriment du financement d'investissements futurs, a pour conséquence la diminution de la valeur des obligations émises par l'entreprise et évaluées sur la base de cette politique de distribution.

⁶³ Navate . P : « Finance d'entreprise et théorie des options » Edition Economica 1998, page 71-80

Ce raisonnement poussé à l'extrême, les obligataires se trouveront avec des créances sans aucune valeur si l'entreprise décide de vendre l'intégralité de ses actifs et de payer à ses actionnaires un dividende liquidatif.

- *La dilution des droits des créanciers.*

Toute nouvelle dette contractée cause la diminution de la valeur des créances antérieures, étant donné que les obligations déjà émises par les firmes sont évaluées par le marché en faisant l'hypothèse que ces entreprises ne contracteront plus de dette.

- *La modification du niveau de risque des investissements projetés.*

Si les projets d'investissement financés par des emprunts obligataires s'avèrent plus risqués que prévu, alors la valeur des actions s'élève et celle des obligations baisse. Les actionnaires se trouveront avec un supplément de gains et les créanciers en subissant les conséquences. Les coûts de contrôle pratiqués par les créanciers vont donc augmenter à mesure de l'importance des dettes dans la structure financière.

- *Le sous-investissement.*

Le financement par endettement mène dans la plupart des cas à un sous-investissement, car comme le montre S. Myers (1977), qu'une firme déjà endettée peut être amenée à rejeter des projets d'investissement à valeur nette présente positive si l'augmentation de valeur qui en résulte est accaparée par les créanciers obligataires. Les créanciers rationnels connaissent les motivations des actionnaires, et ces derniers accepteront donc de payer pour acquérir ces obligations qui incluent forcément toutes ces considérations.

Par conséquent, et pour limiter le pouvoir décisionnel des actionnaires, les créanciers se trouvent obligés d'insérer dans les contrats de prêt un certain nombre de clauses particulières. Une autre solution possible consiste en les moyens de financement hybrides (Les montages financiers). Parmi les clauses les plus connues et utilisées nous citons :

- *Les garanties d'actif :*

Les créanciers peuvent demander un actif en gage jusqu'au remboursement total de la dette. Cette garantie protège les créanciers contre la dilution de leurs droits si d'autres dettes de même rang sont ultérieurement émises. Par conséquent, l'entreprise ne peut disposer de cet actif mis en garantie, sans avoir obtenu d'abord l'autorisation des créanciers. L'émission d'une telle dette abaisse les coûts globaux d'emprunt, sauf dans le cas de la prise en garantie d'un actif hautement spécialisé qui est une affaire moins facile et plus coûteuse pour les actionnaires.

- *Les ratios de contrôle :*

L'entreprise, et à travers ses décisions de gestion tout au long de la durée de l'emprunt, sera amenée à respecter un certain équilibre financier en termes de liquidité et de fonds de roulement. Aussi, le rapport des actifs corporels immobilisés aux capitaux empruntés à long terme, ou le rapport des fonds propres aux dettes, doit être surveillé. Le non respect de ces ratios d'équilibre est un mauvais signal de gestion, et peut amener les créanciers à une renégociation de la dette, avec tous les coûts qu'implique cette procédure.

D'autres accords peuvent prévoir de restreindre l'émission de dettes voire même d'interdire tout recours à un endettement supplémentaire. Cependant, l'interdiction aurait pour résultat de réduire la valeur de l'entreprise, puisqu'il serait impossible à des actionnaires d'entreprendre tous les projets d'investissement disponibles à valeur nette présente positive.

- *Les restrictions en matière de politique de dividendes.*

Le niveau de dividendes perçus par les actionnaires est, normalement, fonction des profits réalisés par l'entreprise. Et doivent être financés à l'aide de ces gains et non pas grâce à une réduction des investissements, ou une émission de dettes ou encore par vente d'actif. En effet, la pratique de financement de dividendes au détriment d'investissements cause la chute de la valeur des obligations du fait de la diminution de la valeur espérée des actifs. Et pour éviter de telles pratiques, les créanciers se trouvent obligés d'insérer des clauses dans les contrats de prêt indiquant la liste des fonds à utiliser pour distribuer des dividendes aux actionnaires

pendant la durée de vie de l'emprunt.

La somme disponible d_{t1} ⁶⁴ pour une telle affectation durant une année t_1 peut se calculer de la manière suivante:

$$d_{t1}^* = k (\sum RN_t) + (\sum \Delta S_t) + L - (\sum d_t)$$

RN_t représente le résultat net de l'année t ;

ΔS_t indique le montant de fonds à disposition en provenance d'augmentation de capital en numéraire réalisée pendant la période t ;

L correspond à une somme contractuellement fixée pendant la durée de vie des obligations;

k est une constante $0 \leq k \leq 1$

d_t symbolise la masse des dividendes versés l'année t .

On constate que la somme disponible pour distribution est une fonction croissante des gains nets accumulés par l'entreprise ainsi que les fonds à disposition en provenance d'augmentations de capital en numéraire, mais une fonction décroissante de la masse des dividendes déjà distribués.

- *Le droit de conversion.*

Ce droit de conversion confère à son détenteur la possibilité d'échanger ses obligations contre d'autres titres émis par la firme, en général des actions. Les conditions de conversion sont bien définies dans le contrat et dès le départ, et feront l'objet de modifications si elles évoluent dans le temps.

Ce type d'actif hybride (obligation convertible, obligation à bon de souscription d'action ...) est censé réduire les conflits d'intérêt entre les actionnaires et les obligataires. Tout se passe en effet comme si les créanciers détenaient en plus de leurs obligations une option d'achat sur les actifs de la firme émise par les actionnaires.

Ainsi, les gains susceptibles de provenir d'une augmentation non anticipée du risque associé à la politique d'investissement de l'entreprise seraient-ils partagés entre les obligataires et les actionnaires en présence d'une dette convertible. Cependant, le recours à telle pratique peut être coûteux, ce qui peut poser un problème de « sous-investissement » signalé par S. Myers (1977).

- *Les diverses obligations en matière d'information des tiers et de remboursement anticipé.*

Certaines clauses peuvent prévoir la périodicité de publication des comptes de la société emprunteuse, ainsi que la mise à disposition des investisseurs et obligataires le contenu des différents rapports éventuellement certifiés. Diffuser l'information est en effet, dans l'intérêt des actionnaires car ils voient la valeur de leur firme augmenter proportionnellement à la réduction des coûts d'agence. Par ailleurs, et afin d'éviter tout transfert de richesse au profit des actionnaires par des voies illégales, certaines options de traitements comptables peuvent être interdites dans ces clauses, ainsi que tout changement de techniques comptables, au cours de la durée de vie de la dette, est strictement interdit.

Aussi, l'insertion d'une clause spéciale dans le contrat de prêt, stipulant le remboursement anticipé de la créance, a pour effet de limiter les gains que pourraient obtenir les obligations avant l'échéance.

c/ L'impact de l'arbitrage de ces conflits sur la valeur de l'entreprise.

Il est certain que le taux d'intérêt pratiqué sur les dettes tient compte des conflits qui existent entre actionnaires et obligataires. Cependant, deux propositions contradictoires débattent de la question de l'influence de l'arbitrage des conflits sur la valeur de l'entreprise.

⁶⁴ Navate . P : « Finance d'entreprise et théorie des options » Edition Economica 1998, page 75

La première proposition défend la neutralité d'impact de l'arbitrage du conflit sur la valeur de l'entreprise. Ceci est justifié par le fait que la politique d'investissement est supposée fixée à l'avance, donc tout ajout de clauses spéciales dans les contrats de prêt ne fait que modifier la répartition de la richesse entre actionnaires et créanciers et sans impacter sur la valeur des actifs de l'entreprise. Donc il y'a transfert de richesses entre les deux sans modifier la valeur globale de l'entreprise. Ceci s'explique par le fait que tout profit réalisé grâce à l'introduction de nouvelles clauses par les obligataires se traduit par une perte équivalente pour les actionnaires, et donc un transfert de richesse vers les créanciers. Par ailleurs, lorsque la politique d'investissement n'est pas clairement définie, le transfert des richesses se fait au profit des actionnaires lors des distributions de dividendes, des fluctuations du niveau de risque des projets choisis, et dans le cas d'un sous-investissement.

Ainsi, l'insertion de clauses contractuelles particulières se trouve finalement sans impact sur la valeur de la firme, car le lobbying du marché financier remet toujours les actionnaires sur la voie de la maximisation de la valeur globale de la firme.

La seconde proposition milite en faveur d'une non-neutralité de l'insertion de nouvelles clauses dans les contrats financiers sur la valeur de l'entreprise. Elle présume que ces clauses peuvent se traduire par un accroissement de la valeur de la firme en parallèle avec la réduction à néant des différents coûts qu'implique la conclusion d'accords financiers. Ces derniers même s'ils impliquent des coûts, sont censés permettre d'augmenter la valeur de la firme au moment où les obligations sont émises. En effet, ces clauses permettent de réduire la perte d'opportunité qui pourrait résulter d'une situation où la firme endettée ne poursuivrait pas une politique de maximisation de la valeur de l'entreprise. Elles permettent, également, de diminuer les coûts de monitoring supportés par les obligataires dans le cas de risque de dilution des droits des actionnaires ou des créanciers, et profitent à tous les différents propriétaires des actifs de la firme. Grosso modo, l'insertion d'une dette risquée dans la structure financière permet généralement de retirer quelques profits. Ceci grâce aux contrats financiers conclus entre actionnaires et obligataires et qui impactent positivement la valeur de la firme selon cette deuxième proposition.

d/ La théorie d'agence et la valeur de la firme.

Trois idées essentielles⁶⁵ sont apportées par cette théorie de l'agence, notamment en ce qui concerne la politique d'endettement et la valeur de la firme :

- les dirigeants et les actionnaires ont chacun des intérêts particuliers, et les accords financiers peuvent modifier la nature de ces intérêts ainsi que la nature des décisions prises.
- Les dirigeants possèdent généralement plus d'informations relatives aux perspectives de la firme que les investisseurs, et par conséquent, les décisions financières qu'ils prennent influencent l'opinion des investisseurs au sujet de l'entreprise et donc le prix des actions ;
- Les titres financiers confèrent d'autres droits en plus de ceux sur une partie des bénéfices nets réalisés, et les combinaisons adéquates de ces droits et leurs revenus peuvent être avantageuses en faveur de l'augmentation de la valeur totale de l'entreprise.

La théorie de l'agence de M.E. Jensen et W.H. Meckling (1976), et en se fondant sur ces idées, avait comme préoccupation de démontrer l'existence d'un rapport statistique entre la valeur de l'entreprise et son degré d'endettement. Elle propose une nouvelle représentation de la structure financière optimale dont l'objectif n'est plus seulement de déterminer les montants respectifs des dettes et des capitaux propres, mais encore, de fixer les parts de fonds propres détenues respectivement par les dirigeants actionnaires et par les actionnaires non-dirigeants.

⁶⁵ RIGAR .M : « Les pratiques de financement des entreprises marocaines » Doctorat d'Etat en sciences de gestion, université de Rabat-Agdal.

M.E. Jensen (1986) tend à montrer que l'affectation du free cash flow est au cœur de la problématique des relations d'agence et de la création de valeur actionnariale.

La théorie avancée par Jensen postule qu'il existe une source de conflits entre les actionnaires et les dirigeants liée à la présence de free cash-flows élevés dans les firmes à faibles opportunités de croissance. Le risque est en effet, celui d'une gestion inefficace de cette ressource, qui prend en particulier la forme du surinvestissement et entraîne une destruction de valeur pour les actionnaires (Shleifer et Vishny, 1997). Le cash en excès incite les managers à accroître la taille de leur firme au-delà du niveau optimal pour plusieurs raisons : d'une part, cela leur permet d'augmenter les ressources sous leur contrôle et, par répercussion, d'augmenter leur pouvoir discrétionnaire et leur prestige (Mueller, 1969 ; Charreaux, 1997 ; Paquerot, 1997) ; d'autre part, cela leur permet d'accroître le niveau de leur rémunération personnelle, dans la mesure où les hausses de rémunération sont liées à celles du chiffre d'affaires et à la croissance de l'entreprise (Murphy, 1985 ; Schmidt et Fowler, 1990 ; Lambert et al., 1991). Autant d'actions qui peuvent venir diminuer la valeur globale de la firme, alors que l'objectif de maximisation de la valeur impliquerait au contraire une distribution des fonds discrétionnaires aux actionnaires. Face à ce risque, Jensen souligne le rôle majeur de l'endettement pour réduire le cash en excès, car il contraint les managers à affecter cette ressource au service de son remboursement, sous peine de voir la société placée en règlement judiciaire, ce qui réduit leur propension à investir dans des projets destructeurs de valeur. Et qu'un haut niveau d'endettement permet de concentrer une plus grande part de la propriété des capitaux propres entre les mains de la direction et les incite à accroître la valeur de l'entreprise lorsqu'elle rembourse ses emprunts normalement.

Sans nier l'existence des coûts de faillite liés à une augmentation de l'endettement, Jensen note qu'il existe un ratio d'endettement optimal qui maximise la valeur de la firme, au point d'équilibre où coût marginal et bénéfice marginal de la dette se compensent.

Cependant, la théorie de l'agence tend à montrer que l'endettement entraîne des coûts d'agence que M. Jensen et W.H. Meckling (1976) répartissent en trois catégories :

- Coûts dû à la perte d'opportunité, c'est-à-dire de valeur ou encore de richesse, due à l'influence de l'endettement sur la politique d'investissement de l'entreprise (S. Myers, 1977) ;
- les dépenses de contrôle engagées par les créanciers et/ou les dépenses d'obligation engagées par l'entreprise (les dirigeants et les actionnaires) en vue d'éviter ou de réduire les pertes de valeur grâce notamment à des contrats ; et les dépenses de contrôle du mandant actionnaire pour s'assurer de la bonne gestion des mandataires (procédures de contrôle, d'audit, rémunération...).
- Coûts de « dédouanement » engagés par les dirigeants et supportés par les actionnaires dans le but de rassurer ces derniers sur la qualité de la gestion (rapports annuels..).
- les coûts de faillite et de réorganisation.

2.1.2.2 La théorie des signaux.

La théorie des signaux se fonde sur l'hypothèse que les dirigeants d'une entreprise sont mieux informés sur la situation actuelle de l'entreprise que les pourvoyeurs de fonds. Ceci dit, les dirigeants sont mieux à même de prévoir les flux futurs de l'entreprise : ils savent dans quel état de la nature l'entreprise se trouve⁶⁶.

En finance, les théories de la signalisation ont d'abord été élaborées par H. Leland et D. Pyle (1976) et Stephen Ross (1977).

⁶⁶ Vernimmen. P : « Finance d'entreprise » 8è Edition DALLOZ 2010, page 803.

Pour H. Leland et D. Pyle (1976), la valeur d'une entreprise est positivement corrélée avec la part de capital détenue par l'actionnaire-dirigeant et elle est de ce fait en liaison statistique avec la structure financière de cette entreprise.

Toute variation dans la part de capital détenue par le dirigeant influence la perception des investisseurs vis-à-vis des flux de liquidité futurs de l'entreprise, il en résulte une autre politique de financement et finalement une autre valeur de l'entreprise.

S. Ross (1977) affirme que la structure financière d'une entreprise est un signal diffusé par l'équipe dirigeante pour caractériser le type de leur entreprise. Il ajoute que ce n'est pas la structure financière d'une entreprise qui représente un signal, mais plutôt sa modification, et toute modification de la politique financière entraîne une modification de la perception de l'entreprise par les investisseurs et constitue donc un signal pour le marché.

S. Myers et N. Majluf (1984) ont contribué à renforcer cette théorie en montrant que l'émission d'actions en numéraire afin de financer un projet d'investissement est un signal au marché d'une information défavorable.

Tout signal positif émis par les dirigeants de l'entreprise permet de créer de la valeur actionnariale puisqu'il signale que les flux futurs seront meilleurs que prévus ou encore que le risque sera moindre. Cependant, ce signal ne sera pas crédible s'il n'est accompagné d'une sanction pour éviter toute fausse signalisation, ce qui découragera toute émission d'un faux signal par l'équipe dirigeante.

Ainsi, et compte tenu de l'asymétrie d'information, les investisseurs seront vigilants aux signaux qui leurs permettent d'espérer une rentabilité supérieure ou un risque moindre. Par conséquent, les dirigeants ne peuvent s'endetter pour financer un projet très risqué et peu rentable, et tout accroissement de l'endettement signale au marché que le choix de cet investissement est favorable pour l'entreprise et pour ses bailleurs de fonds, et que la rentabilité de ce projet permettra de rembourser la nouvelle dette et ses charges d'intérêts.

Dans le cas contraire, et si les perspectives de rentabilité de l'entreprise ne sont pas bonnes, le surcroît de la dette se traduira par le renvoi des dirigeants, et bien évidemment la faillite de l'entreprise avec tous les coûts qui y sont afférent. Les dirigeants sont alors fortement incités à diffuser les bons signaux en ajustant le niveau d'endettement de l'entreprise compte tenu de leur connaissance de ses états de nature et de sa capacité de remboursement.

Ainsi, l'annonce d'une émission de dettes n'a pas d'impact notable sur la valeur de l'action.

En revanche, l'annonce d'une augmentation de capital conduit le plus souvent à une baisse des cours de l'action. En effet, si cette décision d'augmentation de capital n'est pas motivée par un besoin de financement, les investisseurs déduisent que les dirigeants estiment que la valeur de la firme est surévaluée compte tenu des informations internes qu'ils détiennent, puisque les dirigeants ne procéderont pas à cette augmentation lorsque la valeur des actions est sous-évaluée afin de ne pas diluer les actionnaires actuels.

2.1.2.3 La théorie de l'ordre hiérarchique de financement ou de pecking order.

Myers et Majluf (1984) ont développé la théorie de l'ordre hiérarchique de financement ou de pecking order initialement mise en avant par G. Donaldson en 1961. Selon cette théorie les entreprises ont des priorités dans le choix de leurs modes de financement dont le coût est le plus bas et la procédure va du simple au plus compliquée. Ainsi le classement de ces sources est comme suit :

- D'abord, l'autofinancement dont l'obtention ne nécessite pas une longue procédure ni un dépôt de dossier. Aussi les entreprises adaptent leur politique de distribution de dividendes en fonction des projets d'investissement.
- Ensuite, vient la trésorerie qui varie en fonction des résultats annuels de la firme.
- Puis les firmes font appel au financement externe : la dette. Mais c'est tout d'abord la dette peu risquée ou sans risque qui est choisie. En effet, ce type de dette est limitée dans son

montant et ne nécessite pas de grands efforts pour l'obtenir vu les garanties déposées auprès des créanciers.

- Ensuite ce sont les dettes plus risquées et les titres hybrides, à l'instar des obligations convertibles en actions.
- Enfin, et si l'entreprise a épuisé dans toutes ces sources de financement et ne sont toujours pas suffisantes, elle fait appel à l'augmentation du capital, qui est une opération coûteuse et stressante pour l'équipe dirigeante.

Myers prétend que beaucoup de paramètres expliquent ce comportement des entreprises, en l'occurrence l'asymétrie d'information et le problème de sous investissement lié à l'augmentation du capital. Et il conclut qu'il n'y ait pas de structure financière bien définie, et qu'il y a deux sources de financement propre l'un interne plus privilégié et se trouve au sommet de la hiérarchie, et l'autre externe tout en bas.

La théorie du financement hiérarchisé ne s'appuie donc pas sur une optimisation du ratio d'endettement, ce ratio est le résultat d'un ordre préférentiel des sources de financement au cours du temps. Elle repose essentiellement sur l'hypothèse d'une domination des coûts associés aux asymétries d'information entre les dirigeants qui sont les mieux informés sur les perspectives de la firme et les actionnaires. Ainsi, les firmes préféreront l'autofinancement au financement externe et la dette sans risque aux actions, tout en faisant appel à la notion de la capacité maximale d'endettement au delà de laquelle les coûts de faillites deviennent trop importants (Shyam Sunder et Myers, 1999).

En effet, les entreprises les plus sensibles aux asymétries informationnelles recourent prioritairement à l'endettement. Au contraire, les entreprises les moins affectées par ce phénomène préfèrent les émissions de capital.

2.1.2.4 La théorie des options ou des actifs conditionnels et son influence sur la Création de Valeur.

Parmi les premiers penseurs de la théorie des options, qui connaît des développements considérables ces dernières années, nous citons : C. Sprenkle (1961), H. Ayres (1963), P.A. Samuelson (1965)...Cependant, le modèle de F.Black et M.Scholes (1973) a revêtu une grande importance. En effet, en reprenant le cadre d'analyse de Modigliani & Miller, F.Black et M.Scholes (1973) ont développé une formule de valorisation d'option n'impliquant pas de paramètres aléatoires, mais utilisant un raisonnement d'arbitrage.

Nous exposons, tout d'abord, les soubassements de ce modèle de F.Black et M.Scholes (1973) avant de traiter de la question de la structure financière dans le cadre de cette théorie des options et son influence sur la valeur de la firme. La représentation optionnelle des différents apporteurs de capitaux sera également prise en compte.

a/ Le modèle de référence de F.Black et M.Scholes (1973).

Le modèle de F. Black et M. Schools (1972) est un modèle d'évaluation des options européennes dont le fondement est la construction d'un portefeuille composé de l'actif sous-jacent (actif économique) et d'un certain nombre d'options de sorte que le portefeuille soit insensible aux fluctuations du cours de l'actif sous-jacent. Ils ont démontré conformément aux résultats du MEDAF que le risque de l'entreprise augmente suite à la substitution d'actifs risqués à des actifs non risqués, ce qui cause une variance du rendement de la firme.

Ainsi, toute option est un actif qui confère à son détenteur le droit mais non l'obligation d'acheter ou de vendre (option d'achat, option de vente) une certaine quantité d'actif sous-jacent à une date future convenue, à un prix d'exercice déterminé, en contrepartie du paiement immédiat d'une prime. L'option est dite « européenne » si elle ne peut être exercée qu'à l'échéance.

Elle est dite « américaine », par contre, si elle peut être exercée à n'importe quel moment durant sa période de vie⁶⁷.

Cette technique des options permet de privilégier la notion de rémunération de risque. Selon la logique de cette théorie, toute détention d'actions fera de l'actionnaire un acquéreur d'une option d'achat sur la valeur de l'actif économique de l'entreprise. La valeur d'option d'achat n'est que le montant des capitaux propres nécessaires au financement initial du projet.

L'actionnaire est également acquéreur et en même temps, d'une option de vente sur ce même actif si l'entreprise est endettée.

En effet, en recourant à l'endettement, les actionnaires négocient, en quelques sortes, la vente des actifs aux créanciers, avec comme valeur d'option de vente ou option de défaillance, le montant que les créanciers doivent faire payer aux actionnaires en cas de faillite. C'est la prime de risque qui existe pour tout prêt risqué, nommée aussi valeur de la responsabilité limitée des actionnaires.

Ainsi, et pour une option d'achat (call), la valeur du contrat d'option augmente au fur et à mesure que la valeur de l'actif sous-jacent s'élève. Et on utilisant un raisonnement d'arbitrage, il s'avère que l'option est pratiquement sûre d'être exercée, dès que le prix de l'actif sous-jacent dépasse le prix d'exercice (option en dedans). Par conséquent, la valeur du contrat optionnel est égale au prix de l'actif sous-jacent moins celui d'une obligation sans coupon de même échéance que l'option, et a une valeur faciale égale au prix de l'exercice.

A l'inverse, la probabilité d'exercice de l'option sera très faible lorsque la valeur de l'actif sous-jacent est beaucoup basse que le prix d'exercice. On parle d'option en dehors dans ce cas, et la valeur de cette option tend à s'anéantir.

Enfin, si le prix de l'actif sous-jacent est égal au prix d'exercice de l'option, cette dernière est dite « à parité ».

Aussi, la valeur d'une option dépend seulement du prix de l'action et du temps, toutes choses égales par ailleurs, vu les hypothèses de base de la théorie des options qui stipulent :

- Qu'il n'existe aucun coût de transaction à l'achat ou à la vente d'option ou d'action ;
- L'absence d'impôt ;
- Il est possible d'emprunter tout ou partie du prix d'un titre au taux sans risque ;

b/ Théorie des options et structure financière optimale.

F. Black et M. Schools (1972) ont démontré que la substitution d'actifs risqués à des actifs non risqués engendre une variance du rendement de la firme, ce qui augmente son risque. La valeur des fonds propres augmentera par conséquent, et la richesse des actionnaires s'accroît suite à tout investissement risqué et celle des dettes fléchira. En effet, ces actionnaires détiennent une option d'achat sur les actifs de leur entreprise et grâce à leur responsabilité limitée, leurs pertes seront réduites à leurs apports tandis que tout gain potentiel supplémentaire contribue à l'augmentation de leur richesse. Ce qui privilégie le transfert de richesse au profit des actionnaires et au détriment des créanciers lorsque la croissance de l'entreprise est financée par des ressources qui modifient la structure du capital.

Par conséquent, les créanciers sont exposés au risque au même titre que les actionnaires malgré que leurs rémunérations soient presque certaines puisque calculées sur la base d'un taux d'intérêt prédéterminé. Ceci à cause de « la responsabilité limitée » des actionnaires qui leur permet de ne rembourser les créanciers que dans les limites de leurs apports et sans les dépasser pour puiser dans leurs richesses personnelles, et en conséquence, le risque des créanciers n'est pas nul en cas de faillite. Des anticipations rationnelles sont alors nécessaires par les créanciers en introduisant dans les contrats de prêt des clauses pour se protéger contre le risque croissant de l'endettement et contre un transfert de valeur vers les actionnaires de l'entreprise.

⁶⁷ Navate . P : « Finance d'entreprise et théorie des options » Edition Economica 1998, page 48-49.

De ce fait, la détermination de la structure financière optimale est conditionnée par la combinaison de trois paramètres à savoir:

- Le niveau du risque du nouvel investissement sujet de financement.
- La manière de partager ce risque entre les actionnaires et les créanciers.
- Les garanties exigées par les créanciers.

Pour respecter les conditions de marchés parfaitement concurrentiels, et selon cette théorie, toute combinaison de moyens de financement induit un certain niveau de risque qui varie en fonction des caractéristiques du projet à financer et pour lequel il faut déterminer les valeurs d'option d'achat et de vente. Il en découlera les conséquences suivantes⁶⁸:

- Plus le risque est élevé plus les créanciers refusent de participer au risque d'activité en déclarant un plafond pour l'endettement.
- Les créanciers exigeront une prime de risque plus élevée pour des projets risqués, et donc un taux d'intérêt plus important, ce qui limite l'accès des entreprises à l'endettement.
- Les valeurs d'option d'achat et de vente des actifs de la firme que détiennent respectivement les actionnaires et les créanciers augmentent proportionnellement au risque d'activité. Et suite à une augmentation du risque, un projet peut être soit rentable, et par conséquent les actionnaires bénéficient des résultats élevés, soit qu'il échoue et ils abandonnent l'actif aux créanciers.

c/ L'évaluation optionnelle des titres financiers :

La plupart des sources de financement peuvent être évaluées comme des options, et donc comme des actifs conditionnels.

En effet, une entreprise qui se finance par des actions ordinaires, et les dettes sans coupon⁶⁹, s'engage à rembourser ses dettes à l'échéance, et ne peut émettre de créances nouvelles ou verser de dividendes avant l'échéance de la dette, et ne peut aussi racheter une partie de ses actions qu'elle a émise avant l'échéance.

Dans le cas de non remboursement de la dette, les créanciers deviennent immédiatement des propriétaires et les actionnaires perdent leurs apports.

Dans ces conditions, les créanciers détiennent les actifs de la firme mais ont vendu aux actionnaires le droit de les leur racheter. A l'échéance de la dette, la valeur des actions est égale à la différence entre la valeur des actifs et la valeur faciale de la dette, ou bien égale à zéro si la valeur des actifs est insuffisante. Les actions de l'entreprise sont ainsi une option d'achat sur les actifs de la firme et a comme prix d'exercice la valeur nominale de la dette. En se basant sur les résultats de M&M (1958), et en connaissant la valeur des actifs de la firme et celle des actions, on parvient à déduire la valeur de la dette risquée, et la différence entre la dette sans risque et celle risquée donne une prime de risque payé par les actionnaires. Ainsi, tout accroissement de la valeur faciale de la dette génère un accroissement minime de sa valeur de marché, ce qui augmente le risque qui réduit la valeur de marché des obligations. Toute modification de la structure financière par augmentation des dettes, et en utilisant cette dette pour racheter ses actions, cause un désavantage pour les obligataires qui voient le prix de leurs obligations chute, alors que celui des actions augmente. Ainsi, à cause des changements de structure financière de la firme qui peuvent modifier la valeur des actions, les créanciers peuvent insérer des clauses restrictives pour interdire quelques comportements abusifs de la part des actionnaires.

⁶⁸ RIGAR .M : « Les pratiques de financement des entreprises marocaines » Doctorat d'Etat en sciences de gestion, université de Rabat-Agadal.

⁶⁹ Aucun coupon n'est versé durant toute la durée de vie de l'obligation. Les coupons sont capitalisés, et versés dans leur intégralité à l'échéance de l'obligation.

d/ L'analyse optionnelle de la situation des actionnaires et des créanciers.

En reprenant l'analyse développée par F. Black et M. Scholes (1973), à l'échéance de la dette sans coupon, la richesse des actionnaires est égale à :

$$W_t = \text{Max} (0, V_t - D_t)$$

Avec :

W_t : représente la richesse des actionnaires ;

V_t : la valeur des actifs de l'entreprise à l'époque t ;

D_t : la valeur de la dette sans coupon d'échéance t .

Ainsi deux cas de figure pour estimer la valeur des actions à l'époque ' t ' :

- $V_t > D_t$: La valeur de la firme endettée V_t est supérieure à la valeur de la dette D_t . Alors la valeur de l'option d'achat est supérieure à 0, et la valeur de l'option de vente est nulle et les capitaux propres de la firme ont une valeur positive. Dans ce cas, les actionnaires exercent leur option et remboursent ainsi les créanciers et encaissent le surplus sans abandonner le contrôle de la firme. Ce surplus correspond à ce qui excède la valeur de remboursement de la dette dite prix d'exercice de l'option. Tout se passe comme s'ils rachetaient aux créanciers la valeur de l'actif au prix d'exercice représenté par la valeur de la dette en ' t '.
- $V_t < D_t$: La valeur de la firme endettée V_t est inférieure à la valeur de la dette D_t . La valeur d'achat est nulle, la valeur de l'option de vente est supérieure à 0 et les capitaux propres n'ont plus de valeur. Dans ce cas la règle de la responsabilité limitée aux apports protège les actionnaires qui abandonnent l'actif économique aux créanciers. Leur richesse est alors nulle et ont perdu le montant de la prime, c'est à dire le montant de leurs apports versés initialement.

Ainsi, l'actionnaire a une position longue sur l'actif de l'entreprise, et disposant d'une option de vente sur ce dernier tout en ayant emprunté au taux sans risque une somme équivalente au prix d'exercice.

On peut écrire : $C_t = V_t + P_t - D'_t$

C_t : c'est la valeur de l'option d'achat sur l'actif de l'entreprise, de prix d'exercice D_t , c'est-à-dire la valeur des fonds propres en t ;

V_t : la valeur des actifs de l'entreprise à la période t ;

P_t : la valeur de l'option vente sur l'actif de l'entreprise de prix d'exercice D_t et d'échéance T ;

D'_t : le prix d'une obligation sans coupon et au taux sans risque, et d'échéance T , soit :

$$D'_t = D_t / (1+r)^{(T-t)}$$

La valeur des fonds propres à l'instant T est égale à :

$$C_T = V_T - D_T \quad \text{si } V_T > D_T \text{ et } P_T = 0 ;$$

$$C_T = 0 \quad \text{si } V_T < D_T \text{ et } P_T = D_T - V_T \quad (C_T = V_T - D_T + (D_T - V_T)) = 0$$

Dire que les actionnaires de l'entreprise détiennent une option d'achat sur l'actif économique de l'entreprise, signifie que les actifs de cette dernière sont transférés aux créanciers lors de la signature du contrat d'emprunt en contrepartie d'un certain montant d'argent. Cette somme devient alors le prix d'exercice de l'option d'achat qu'ils acquièrent auprès des prêteurs pour « racheter » à l'échéance les actifs de la firme⁷⁰.

Par contre, l'achat d'un put (option de vente) par les actionnaires sur les actifs de l'entreprise les autorise, en cas d'évolution défavorable de la valeur des actifs, à transférer aux créanciers la propriété de ces derniers, pour une valeur inférieure à celle du remboursement de la dette. La valeur de cette option est donc la prime de risque acquittée par les actionnaires aux créanciers au moment de la réalisation de l'opération de financement.

A maturité⁷¹, la richesse des créanciers s'évalue comme suit étant donné les différents états de la nature :

$$W'_t = \text{Min} (V_t, D_t)$$

⁷⁰ Navate . P : « Finance d'entreprise et théorie des options » Edition Economica 1998, page 48-49.

⁷¹ Echéance de la dette.

Là aussi, la situation des créanciers se prête à deux cas de figures :

- Si la valeur des actifs est supérieure à la valeur de remboursement de la dette, les créanciers ne perçoivent que cette dernière valeur. Leur richesse est alors égale à D_t .
- Si à l'échéance en revanche la valeur des actifs est inférieure ou égale au prix d'exercice, les créanciers obtiennent V_t qui représente la valeur de l'actif à maturité. Donc D_t est le maximum de ce qu'ils peuvent obtenir.

Dès lors, la position des créanciers s'analyse comme un portefeuille composé des actifs suivants: une position courte sur l'option d'achat, couverte par une position longue sur les actifs, et un emprunt d'un montant égal à la valeur actualisée au taux d'intérêt sans risque du prix d'exercice des options (Montant de l'emprunt).

Par ailleurs, les créanciers peuvent exiger des garanties donc la prime de risque est payée d'avance, et la dette peut être, alors, émise au taux sans risque. Les créanciers peuvent alors jouer cette carte de garantie comme instrument de prévention et de dissuasion contre tout détournement des fonds empruntés vers des projets plus risqués avantageux pour les actionnaires.

Ainsi, le choix d'une structure de financement selon la théorie des options, et après définition des caractéristiques du projet et le taux d'intérêt sans risque, dépend essentiellement de la valeur de remboursement de la dette.

Pour chaque valeur de remboursement, les autres paramètres de la structure de capital peuvent être décelés. Il s'agit :

- Du montant des capitaux propres nécessaires au financement du projet, c'est-à-dire la valeur d'achat que doivent payer les actionnaires.
- De la valeur d'option de vente ou option de défaillance ou encore la prime de risque de la dette, si risque il y a.
- Le taux d'intérêt de la dette qui résulte de la valeur d'option de la défaillance compte tenu du taux sans risque du marché.

La théorie des options, en se basant sur la notion de responsabilité limitée des actionnaires conclut que les créanciers supportent le risque au même titre que les actionnaires, et que le ce risque dépend à la fois du risque du projet à financer et du montant de la dette. Aussi, les créanciers sont considérés selon cette théorie comme simples spéculateurs qui détiennent des options de vente sur les actifs économiques des entreprises.

Le niveau de risque y afférent est fluctuant par conséquent, en fonction du rapport entre la valeur de cet actif et la valeur de remboursement de la dette.

Ainsi, et d'après le modèle de Black et Scholes, on déduit trois principales conclusions:

- La valeur de l'option de vente qui est la prime de risque diminue lorsque la part des dettes dans le financement du projet baisse.
- L'option de défaillance est corrélée positivement avec l'augmentation de la valeur de remboursement de la dette, avec l'éloignement de l'échéance et avec l'accroissement du risque lié à l'exploitation de l'entreprise.
- Au-delà d'un certain seuil d'endettement, le créancier prend en charge une partie du risque de l'activité de l'entreprise.

2.1.2.5 La théorie des coûts de transaction et choix de structure financière.

Le concept de coût de transaction apparaît pour la première fois en 1937 dans l'article de Ronald Coase, « The Nature of the Firm ». C'est cependant Oliver Williamson qui est considéré comme le fondateur de ce courant théorique.

Un coût de transaction est un coût lié à un échange économique, plus précisément une transaction sur le marché. Ce coût n'existe pas dans le cadre de la concurrence pure et parfaite. Il peut être direct (commission de Bourse) ou indirect (coût de prospection, temps et effort passés à la négociation et à la vérification de la transaction, etc.).

Carl J. Dahlman regroupe l'ensemble de ces coûts de transactions en trois catégories :

- « coûts de recherche et d'information » : prospection, comparaison du rapport qualité/prix des différentes prestations proposées, étude de marché etc.
- « coûts de négociation et de décision » : rédaction et conclusion d'un contrat etc.
- « coûts de surveillance et d'exécution » : contrôle de la qualité de la prestation, vérification de la livraison etc.

Coase. R explique que : « Lorsque l'on souhaite opérer une transaction sur un marché, il est nécessaire de rechercher son ou ses cocontractants, de leur apporter certaines informations nécessaires et de poser les conditions du contrat, de conduire les négociations instaurant ainsi un véritable marché, de conclure le contrat, de mettre en place une structure de contrôle des prestations respectives des obligations des parties, etc. »⁷².

Ces coûts expliquent pourquoi toutes les transactions ne sont pas des transactions de marché, et que les entreprises peuvent limiter efficacement ces coûts en imposant la coopération entre employés. L'exemple actuellement des entreprises de services qui abaissent efficacement leurs coûts de transaction.

C'est l'exemple actuellement des entreprises de services comme l'internet et les réseaux de communication qui font baisser dramatiquement les coûts de transaction.

Alors que le point de départ de Williamson et de la théorie des coûts de transaction est de postuler que toute transaction économique engendre des coûts préalables à leur réalisation : coûts liés à la recherche d'informations, aux « défaillances du marché », à la prévention de l'opportunisme des autres agents etc... Cette théorie postule aussi que les agents ne sont dotés que d'une rationalité limitée⁷³ tout en se comportant de manière opportuniste. Ainsi, les agents économiques peuvent être amenés à rechercher des arrangements institutionnels alternatifs permettant de minimiser ces coûts, tout comme la sous-traitance, la concession, réseau etc...

Pour Williamson, la résolution de tout problème se compose de plusieurs solutions alternatives, et chaque solution identifiée est en elle-même une forme de contrat. Quant aux coûts de transactions, il les lie à la nature de l'actif (objet de la transaction), et considère que plus l'actif est spécifique plus les coûts de transactions sont élevés. Et c'est la valeur qu'accorde tout agent (autre que l'entreprise elle-même) à cet actif qui détermine sa spécificité.

Lorsque l'usage de cet actif en dehors de l'entreprise est très limité, le marché lui accorde moins de valeur, dans ce cas on parle d'actif trop spécifique qui doit être géré au sein d'une forme hiérarchique. Par contre la transaction se passe sur le marché lorsqu'il s'agit d'un actif faiblement spécifique.

- Spécificités des actifs et choix de structure financière :

L'approche par l'économie des coûts de transactions se distingue par la mise en place du nouveau concept « la spécificité des actifs », et la mesure ex-post des inadaptations de contrats et des coûts économiques de transactions.

Cette approche postule que les parties prenantes à un contrat sont neutre vis à vis du risque et ne peuvent avoir des aversions différentes envers le risque. Aussi, cette théorie des coûts de transaction postule que l'entreprise est une entité gouvernée par un réseau multiple de contrat ou par une structure directive, et en analysant les comportements des agents économiques sur la base de la rationalité limitée et de l'opportunisme.

⁷²Coase R. : « L'entreprise, le marché et le droit », éd. d'Organisation, 2005.

⁷³Concept que l'on doit à Herbert Simon

Pour Williamson, le choix d'un moyen de financement est, en effet, fonction de la spécificité des actifs que l'entreprise s'apprête à acquérir. Si cet actif est faiblement spécifique, la théorie des transactions préconise l'endettement comme moyen de financement, car il sera peu risqué et facilement liquidable sur le marché sans qu'il perde de sa valeur, ce qui constitue une certaine garantie pour les créanciers surtout en cas de faillite.

Par contre, et quand il s'agit d'actif trop spécifique, les capitaux propres sont le moyen de financement le plus adéquat pour le financer. Ce type d'actif présente un risque de non-liquidité pour les créanciers qui seront amenés à ajuster les termes de contrat d'endettement de telle façon à ce que l'avantage que peut tirer l'entreprise d'une telle alternative de financement soit de plus en plus faible. Soit que l'entreprise va abandonner cet actif trop spécifique pour un autre actif polyvalent, soit, elle décidera de le financer par des fonds propres.

Selon la théorie des coûts de transaction, le choix d'une structure financière se fait par référence à la capacité du moyen de financement à réduire les coûts de transaction en fonction du degré de sa polyvalence. Et que la dette est le premier mode de financement privilégié, alors que les fonds propres viennent en deuxième position.

L'alternative du crédit bail apparaît plus adaptée à certains actifs acquis par les entreprises dans le sens qu'elle engendre le maximum de satisfaction et le minimum de coûts de transaction. C'est le cas, par exemple⁷⁴, d'un matériel non spécialisé dont les services peuvent s'avérer non satisfaisants par la suite, d'où l'alternative du leasing au lieu de le s'approprier.

Les modèles avancés convergent tous vers une reformulation de la liaison théorique liant la politique de l'endettement de la firme et la valeur de cette dernière, tout en développant des propositions propres à chaque théorie :

- La théorie de l'arbitrage et du compromis ont approché cette liaison théorique en montrant que l'avantage fiscal procuré par l'endettement et les coûts de faillite qu'il engendre sont les principaux paramètres sur lesquels se basent les acteurs économiques en matière de prise de décision de financement.

- La théorie de l'agence et pour approcher la notion de la structure financière optimale, a favorisé l'arbitrage entre les avantages fiscaux de la dette et les coûts d'agence entre les principaux partenaires stratégiques de la firme.

Elle avait également le mérite de traiter la question des conflits d'intérêt en matière de propriété de l'entreprise et de proportions détenues par les dirigeants-actionnaires, et les actionnaires non dirigeants, ainsi que les conflits entre actionnaires/créanciers, actionnaires/dirigeants, créanciers financiers/dirigeants, et créanciers financiers/actionnaires.

- La théorie de signalisation en finance considère que la structure financière de la firme est un signal fort au marché qui affecte la valeur de l'entreprise à condition qu'il soit crédible et clair.

- La théorie des options, et dans un monde sans impôt et sans coûts de transactions, opte pour une maximisation de l'endettement des entreprises, tout en supposant que les créanciers financiers ne font pas d'anticipations rationnelles. Ces derniers disposent d'une garantie d'option de vente sur les actifs de l'entreprise, et les actionnaires sont protégés par la responsabilité limitée contre tout risque de faillite engendré par l'endettement excessif.

- La théorie des coûts de transactions, de sa part, se base sur la spécificité des actifs de la firme pour déterminer le financement optimal qui minimise les coûts de transactions, et par conséquence, agit positivement sur la valeur de l'entreprise.

Nous concluons donc, que l'ensemble des théories avancées dans ce chapitre plaide en faveur d'une structure financière optimale qui maximise la Valeur de l'entreprise. Cependant, ces théories se bloquent généralement au niveau de la vérification empirique de certaines propositions, ainsi qu'au niveau des méthodes de mesures de coûts explicites par ces dernières tels : coûts d'agences, coûts de transactions...

⁷⁴ BELLALAH. M : « Finance moderne d'entreprise » 2ème édition Economica, 2003.

2.2 Les modèles de dépendance entre la politique de dividende et la valeur de l'action.

La politique de dividende relève des décisions stratégiques des entreprises car affecte directement leurs sources de financement. En effet, le partage des bénéfices impacte l'autofinancement des entreprises qui est une source de fonds privilégiée pour financer les projets d'investissement. Ainsi, l'arbitrage entre la distribution et la rétention de dividendes dépendrait du programme d'investissement, mais aussi des intérêts des actionnaires, des dirigeants et également des créanciers. En effet, le dividende permet d'une part de fidéliser les actionnaires qui s'intéressent à un revenu élevé et, d'autre part, de véhiculer l'information entre les dirigeants, les actionnaires, l'entreprise et le marché.

A une politique d'investissement et une structure financière données, peuvent correspondre plusieurs politiques de dividendes. L'objectif de toute entreprise étant la création de richesse pour les actionnaires par maximisation de la valeur des fonds propres, la question qui se pose en matière de distribution, est celle de savoir s'il existe une politique de dividendes optimale, c'est-à-dire une politique qui maximise la valeur de la firme, ou encore la richesse des actionnaires, mais également des autres partenaires directement concernés par cette politique (créanciers, dirigeants, pouvoirs publics...).

En effet, cette question d'influence de la politique de dividende sur la valeur de la firme a fait l'objet d'une importante littérature. Là encore, deux grands courants de pensée se sont historiquement opposés, celui de la neutralité (3.2.1) contre celui qui milite en faveur de l'influence de la politique de distribution sur la valeur de la firme (3.2.2).

L'approche néoclassique des marchés en équilibre de Modigliani et Miller (1961) montre la neutralité de la politique des dividendes. Au delà des propositions de l'approche néoclassique des marchés en équilibre, plusieurs théories sont proposées pour répondre à la problématique du dividende :

- La théorie du signal considère le dividende comme un outil de communication entre l'entreprise et son marché, et un signal approprié des flux de liquidité futurs de l'entreprise. Ce signal implique un coût de sanction des dirigeants en cas de communication d'une fausse information au marché.
- La théorie des mandats montre qu'en cas de conflits entre les actionnaires et les dirigeants, l'actionnaire peut utiliser le dividende comme une arme stratégique pour aligner les intérêts des dirigeants sur les leurs.

2.2.1 La thèse de la neutralité.

La thèse de neutralité de la politique de dividende, c'est-à-dire l'absence d'une influence de cette politique sur le cours boursier, est soutenue par F. Modigliani et M. Miller (1961), F. Black et M. Scholes (1974), M. Brennan (1971),...

- La thèse de neutralité de M&M (1961)⁷⁵:

Dans un marché financier parfait et en l'absence de différences d'imposition des dividendes et des plus-values en capital, M&M ont démontré que la richesse des actionnaires était indépendante de la politique de dividendes, et que cette dernière n'a aucun impact sur la valeur boursière de la société et sur son coût du capital.

La valeur de marché des actions S_t , à la date t , est égale à :

$$S_t = N_t \cdot P_t \quad (1.1)$$

⁷⁵ ALBOUY, M, DUMONTIER, P : « La Politique de dividende des entreprises » Presses universitaires de France, Paris 1992.

$$\text{Avec : } P_t = (P_{t+1} + \text{DIV}_t) / (1 + r) \quad (1.2)$$

N_t : le nombre d'actions à la date t ;

P_t : le prix de l'action à la date t ;

r : la rentabilité sur l'investissement en action.

Aussi, l'équilibre des emplois et ressources de l'entreprise pendant la période t (de t à $t+1$) implique que :

$$\text{INV}_t + N_t \cdot \text{DIV}_t + \text{FRN}_t = \text{CAF}_t + n \cdot P_{t+1} + E_t \quad (1.3)$$

Avec :

INV_t : Montant des investissements nets de la période ;

$N_t \cdot \text{DIV}_t$: Montant des dividendes versés ;

FRN_t : Variation du fonds de roulement net ;

CAF_t : Capacité d'autofinancement de la période ;

$n \cdot P_{t+1}$: Montant de l'augmentation de capital (émission de n actions nouvelles au prix P_{t+1}) ;

E_t : Endettement net sur la période.

Ainsi, pour un programme d'investissement et une politique de financement donnée, le montant de l'augmentation de capital devra être égal à :

$$n \cdot P_{t+1} = \text{INV}_t + N_t \cdot \text{DIV}_t - X_t \quad (1.4)$$

$$\text{Avec : } X_t = \text{CAF}_t + E_t - \text{FRN}_t$$

A la date $t+1$, le nombre d'actions sera donc égal à :

$$N_{t+1} = N_t + n$$

Et l'expression: $S_t = N_t \cdot P_t$ devient :

$$S_t = (N_{t+1} \cdot P_{t+1} - n \cdot P_{t+1} + N_t \cdot \text{DIV}_t) / (1 + r)$$

En remplaçant le montant de l'augmentation de capital ($n \cdot P_{t+1}$) par son expression (1.4), on obtient après simplification :

$$S_t = (S_{t+1} - \text{INV}_t + X_t) / (1 + r) \quad (1.5)$$

De cette dernière équation, F. Modigliani et M. Miller constatent que la valeur de l'entreprise est indépendante des dividendes distribués (variable exprimant la politique de dividendes a disparu de l'équation), et que la politique d'investissement est la seule variable à prendre en compte quelque soit son mode de financement (diminution des dividendes ou augmentation du capital), puisque le taux de rendement requis des nouveaux actionnaires ne peut être supérieur au taux du marché et les actionnaires anciens ne sont pas lésés. Ainsi, la valeur de l'entreprise ne dépend que du programme d'investissement et de sa rentabilité.

Cependant, ce résultat démontré n'est valable que si les dividendes et les plus-values sont imposés au même taux. Or, ce n'est pas toujours le cas, puisque en général les dividendes sont plus imposés que les plus-values (la double imposition des dividendes).

En étudiant le contenu informatif du dividende, Modigliani et Miller constatent que la politique des dividendes peut affecter la valeur de la société lorsque les dividendes contiennent une nouvelle information méconnue sur le marché.

- La thèse de Black et Scholes (1974)

L'étude menée par Black et Scholes (1974) était en effet, une tentative de validation du modèle de Brennan⁷⁶ avec une équation un peu différente de celle de ce dernier.

Leur version du modèle de Brennan se formule comme suit :

$$R_{it} = c_1 + (R_m - c_1)\beta_{it} + c_2 (d_{it} - d_{mt}) / d_{mt} + \varepsilon_{it}$$

⁷⁶ Voir le détail du modèle de Brennan dans le point consacré à la fiscalité des dividendes.

R_{it} : Taux de rentabilité (ou rendement) espéré du portefeuille i à la date t ;
 c_1 : Ordonnée à l'origine qui, d'après le MEDAF devrait correspondre au taux d'intérêt sans risque ;
 R_m : taux de rentabilité (ou rendement) espéré du portefeuille de marché à la date t ;
 β_{it} : Coefficient de risque systématique du portefeuille i à la date t ;
 c_2 : coefficient mesurant l'impact des dividendes sur la rentabilité du portefeuille ;
 d_{it} : Taux de rendement du dividende du portefeuille i , qui correspond à la somme des dividendes reçus au cours de 12 mois précédents la date t , qui est ensuite rapportée à la valeur du portefeuille à la fin de l'année ;
 d_{mt} : Taux de rendement du dividende du portefeuille de marché, mesuré sur les 12 mois précédents la date t ;
 ε_{it} : Terme d'erreur.

Black et Scholes ont constitué 25 portefeuilles d'actions qu'ils ont ensuite répartis sur cinq classes de taux de rendement décroissants. Pour pouvoir conclure que la politique de dividendes affecte la rentabilité des titres, le coefficient c_2 doit être statistiquement différent de zéro. Les données qu'ils ont utilisées sont les cours mensuels et les dividendes de toutes les actions cotées au New York Stock Exchange de janvier 1936 à mars 1966.

Les résultats de l'étude montrent que le coefficient c_2 n'a jamais été statistiquement différent de zéro. Le taux de rentabilité des actions dont le taux de rendement des dividendes est élevé ne semble pas être significativement différent de celui des actions à faible taux de rendement des dividendes. Ceci mène à conclure que la politique de dividendes n'a aucun impact sur la valeur des actions.

2.2.2 La thèse de la non-neutralité.

La thèse de la non-neutralité milite en faveur de l'influence des dividendes versés sur la valeur de l'action. A ce courant sont attachés les noms de Graham-Dodd, Lintner, Walter, Solomon, Gordon, ...

Lorsque les investisseurs préfèrent un dividende plus important, Gordon (1959), (1978) et Lintner (1962) avancent que la politique des dividendes affecte le coût du capital de la société. Ce résultat est modifié lorsque la fiscalité est prise en considération.

Litzenberger et Ramaswamy (1979), Poterba et Summers (1986, 1987) montrent que l'impôt personnel et l'impôt sur les sociétés font que le coût de capital d'une société soit affecté par la politique des dividendes. En effet, lorsque les investisseurs préfèrent les plus-values au dividende, une distribution plus importante du dividende peut augmenter le coût du capital de la société.

En dehors des auteurs précédemment cités, plusieurs études ont développé des arguments mettant en évidence le rôle actif du dividende. Parmi ceux-ci, on peut retenir :

- Les études empiriques de P. Desbrières (1988), puis celles de J. Hamon et B. Jacquillat (1992) qui ont démontré l'incidence positive du paiement du dividende sur le cours de l'action.
- L'existence d'un effet clientèle amène les entreprises à adopter une politique de dividende susceptible de satisfaire leur actionnariat (M. Albouy, 1985 ; M. Albouy et P. Dumontier, 1992).
- Le contenu informatif du dividende fait du dividende un vecteur d'information concernant la rentabilité future de l'entreprise.
- Bhattacharya (1979), Miller et Rock (1985), John et Williams (1985) utilisent la théorie du signal pour développer l'idée du "contenu informatif" du dividende. Et Hakanson (1982) propose des conditions générales d'équilibre pour montrer l'augmentation de la richesse des investisseurs lorsque le dividende est utilisé comme un signal pour la valeur de la société.

2.2.2.1 Le dividende et la théorie de l'information.

Tout changement de la politique de distribution de dividendes communique certainement une certaine information aux investisseurs et aux marchés financiers, et ce changement est généralement un signe au marché sur l'état actuel des bénéfices des entreprises comme c'est montré par les modèles d'asymétrie d'information de Bhattacharya (1979), Miller et Rock (1985), John et Williams (1985).

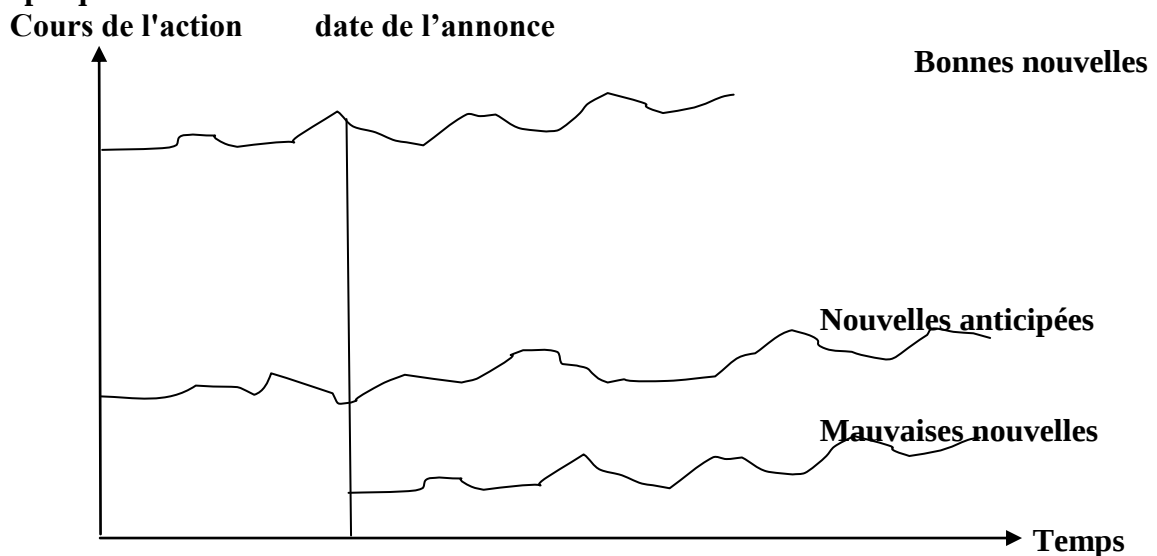
Lintner (1956), était le premier à démontrer ce rôle informationnel du dividende en montrant que les firmes n'augmentent les dividendes que lorsqu'elles constatent une évolution régulière des résultats.

Une augmentation des dividendes distribués informe le marché que les bénéfices futurs de la société seront meilleurs que l'année précédente. A l'annonce de cette information, et si elle n'était pas anticipée par le marché, les cours boursiers réagissent à la hausse. Cette réaction montre que la variation des cours ne résulte pas du montant des dividendes mais plutôt de l'information reliée aux perspectives de croissance des résultats de la société.

Cependant, et dans le contexte d'un marché efficient, la décision d'annonce d'une distribution de dividendes est anticipée par les actionnaires. Dans le cas où le dividende est anticipé, les cours ne réagissent pas à la date d'annonce. En revanche, lorsque le dividende annoncé est supérieur (inférieur) au dividende anticipé, les investisseurs révisent leurs anticipations et les cours réagissent instantanément à la hausse (la baisse).

Le graphique ci-dessous montre l'effet de l'annonce du dividende sur la valeur boursière des capitaux propres.

Graphique 1 : Effet de l'annonce du dividende sur la valeur de l'action



Source du graphique : l'article de BELLALAH. M : « *Réflexions sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d'information* ».

En revanche, la diminution des dividendes est une mauvaise nouvelle puisque la valeur de la société est fonction de ses résultats économiques futurs. Donc, la tendance haussière de la valeur boursière des cours est une conséquence directe d'un dividende plus important, et vice versa. Et dans le cas où l'entreprise décide de ne pas distribuer de dividende au cours d'un exercice comptable donné, cette information se répercute par une baisse de la valeur des actions.

L'information véhiculée au marché suite à un changement de la politique de dividendes est peut être un signal par les cash-flows proposée par Bhattacharya (1979), John et Williams (1985), Kalay (1980) et Miller et Rock (1985). Ces modèles montrent que le dividende "informe" le marché des cash-flows présents et (ou) futurs, et offre une information concernant la situation présente et (ou) future de l'entreprise,

Egalement, les réactions des cours boursiers suite aux variations des dividendes, peuvent être expliquées par l'hypothèse du free-cash flow de Jensen (1986). Selon cette hypothèse, les dirigeants qui disposent d'une trésorerie importante préfèrent la conserver dans l'organisation pour renforcer leur autofinancement afin de l'investir dans des projets au lieu de la distribuer aux actionnaires. Une augmentation du dividende distribué réduit cependant, les motivations des dirigeants à surinvestir, alors que la baisse accentue la politique de surinvestissement. Cette l'hypothèse du free cash-flow indique que la réaction des cours aux changements des dividendes offre une information concernant les stratégies des dirigeants, et que les modifications des dividendes reflètent une mauvaise allocation des ressources (Lang et Litzenberger (1989)).

2.2.2.2 La distribution comme signal.

La théorie des signaux appliquée à la question de la distribution a été développée principalement pendant les années 1980, et ce depuis la publication de l'article de Bhattacharya (1979) sur les problèmes de signaling avec les dividendes, l'investissement et la dette.

Les dirigeants des entreprises, et puisqu'ils sont les mieux informés de la situation réelle de leurs firmes, sont naturellement incités à diffuser ces informations pour donner la meilleure image possible de l'entreprise. En effet, la politique de distribution de dividendes se trouve parmi les meilleures politiques informatives qui peuvent distinguer une entreprise par rapport à une autre aux yeux des investisseurs. Ainsi, le dividende est utilisé comme un signal de l'état de la nature actuelle et de la situation financière future de l'entreprise.

La politique de distribution pratiquée donne un certain signal sur le résultat prévisionnel de l'exercice en cours, puisque le niveau du dividende dépend à la fois du résultat de l'exercice clos⁷⁷ et de celui du début de l'exercice en cours.

Les travaux empiriques d'Asquith et Mullins (1986) et Ofer et Siegel (1987), montrent d'une part un impact positif sur les cours à la suite de l'annonce d'une distribution de dividendes et d'autre part, une corrélation positive entre les changements non anticipés des dividendes et les changements dans les prévisions des bénéfices effectuées par les analystes financiers.

Le modèle de signal de Bhattacharya (1979) montre que les dirigeants, les mieux informés, préfèrent la distribution des dividendes au rachat d'actions, et que le dividende distribué maximise la richesse des actionnaires car agit positivement sur le cours des actions.

Dans le cas où les résultats de la société sont insuffisants pour la distribution du dividende convenu entre les deux parties concernées, la société peut emprunter pour honorer cet engagement de distribution. Toutefois, elle sera pénalisée puisqu'elle subit un coût pour l'opération d'emprunt, qui viendra augmenter le coût moyen du capital et par conséquence, diminue la création de valeur.

Le modèle de John et Williams (1985) utilise les dividendes pour signaler la valeur de la société. Il montre que les dirigeants peuvent demander une trésorerie supérieure à l'autofinancement pour distribuer les dividendes.

⁷⁷ Les dividendes annuels sont distribués la plupart du temps quatre à six mois après la clôture de l'exercice.

Cette distribution révèle aux investisseurs la valeur de la société, donnée par la valeur actualisée de ses cash-flows anticipés.

D'autres pratiques peuvent se révéler créatrices de valeur. En effet, certaines sociétés disposant d'une bonne information relative à la situation réelle de l'activité, décident de procéder simultanément à la distribution de dividendes et à l'émission de nouvelles actions. Ces dividendes peuvent augmenter le cours boursier du titre et profitent aux actionnaires existants dans la perspective où la société reçoit des prix plus élevés pour la vente de ses actions nouvelles.

2.2.2.3 La distribution comme résolution des conflits d'agence.

L'entreprise est généralement composée de différentes parties prenantes, parmi lesquelles on distingue les fournisseurs de capitaux des fournisseurs de travail. Toutefois, les intérêts de ces personnes - intéressées dans les résultats de l'entreprise - peuvent, par moment, entrer en conflit. Dans de telles relations d'agence, les conflits d'intérêt peuvent être source de réels problèmes. D'où la séparation entre les fonctions de décision et de propriété est devenue presque inévitable dans les économies modernes.

De telles relations apparaîtront entre les actionnaires et les dirigeants d'entreprise. En effet, les dirigeants peuvent effectivement prendre des décisions qui auront un impact sur la richesse des actionnaires, et tant que les décisions prises par les dirigeants ont pour conséquence de maximiser la valeur de l'entreprise, il n'existera pas de conflit d'intérêt entre ces deux groupes. Toutefois, les dirigeants tendent parfois à maximiser leur satisfaction personnelle avant de maximiser la valeur économique de l'entreprise, et par conséquent la richesse des actionnaires.

Nous nous concentrerons dans point sur trois situations particulières qui peuvent intervenir lors du choix de la politique de dividendes. Ainsi, nous aborderons les relations potentiellement conflictuelles entre les actionnaires et les dirigeants. Ensuite, nous analyserons les conflits qui peuvent surgir entre les actionnaires et les créanciers de l'entreprise. Enfin, nous examinerons également la relation d'agence entre les actionnaires ayant un pouvoir de décision (majoritaires) et les actionnaires minoritaires qui n'ont pas ce pouvoir.

- Les problèmes d'agence entre les actionnaires et les dirigeants et la théorie des Free Cash Flow.

Les problèmes d'agence concernent presque toutes les décisions qui sont prises au sein de l'entreprise notamment les décisions d'investissement, de financement et de distribution des dividendes. Cette dernière décision est parmi les questions les plus conflictuelles entre dirigeants et actionnaires, d'où l'intérêt qui lui est portée par la théorie de l'agence pour atténuer les divergences d'intérêts entre ces deux parties.

Selon la théorie du free cash flow de Jensen (1986), l'endettement, tout comme la distribution de dividendes, en réduisant le free cash flow, permettraient de limiter le pouvoir discrétionnaire des dirigeants, et résoudre les problèmes d'agence entre ce dernier et les actionnaires et par conséquent, contribueraient à la création de valeur. L'explication à cette proposition de Jensen (1986), et qu'en versant des dividendes aux actionnaires, on réduit la capacité d'autofinancement de l'entreprise; ce qui oblige les dirigeants à recourir à l'endettement pour financer les nouveaux investissements ou bien à faire appel au marché pour obtenir de nouveaux fonds propres. En effet, le versement de dividendes réduirait les conflits d'agence potentiels ainsi que les risques de surinvestissement.

Ainsi, et en cas de financement de projets par la dette, les dirigeants s'assureront mille fois avant que ces investissements choisis créeront suffisamment de valeur pour pouvoir faire face aux obligations de remboursement de cette dette, ce qui réduit considérablement le risque de surinvestissement et, par conséquent les problèmes d'agence entre les dirigeants et les actionnaires.

Par contre, si les dirigeants optent pour le financement via le marché des capitaux, les problèmes d'agence seront également réduits dans la mesure où toute augmentation de capital devra être justifiée par la direction. Les actionnaires seront alors suffisamment informés pour pouvoir se faire leur propre opinion sur le comportement des dirigeants ainsi que sur les perspectives futures de l'entreprise.

- La validation empirique par la théorie des Free Cash Flow.

Selon Jensen (1986) et sa théorie des *free cash flow*⁷⁸, le paiement de dividendes ainsi que le recours à l'endettement permettraient de réduire ces conflits d'agence. Cette hypothèse a fait l'objet de plusieurs études empiriques et qui ont démontré que les relations d'agence entre les dirigeants et les actionnaires pourraient effectivement jouer un rôle majeur dans la politique de dividendes des entreprises.

Lang et Litzenberger (1989) ont testé l'hypothèse des *Free cash flow* et on démontré que dans le cas d'une entreprise qui possède des fonds excédentaires importants⁷⁹, l'annonce d'une hausse du dividende devrait signaler un moindre risque de surinvestissement, entraînant ainsi une hausse du cours plus importante que celles observées auprès des firmes présentant ce risque. Par contre, en cas de baisse du dividende, la chute du cours devrait être plus marquée dans les entreprises qui possèdent des fonds excédentaires importants, car le risque de surinvestissement augmente.

Au vu de leurs résultats, il semble que l'impact d'une hausse ou d'une baisse des dividendes est significativement plus marqué lorsque l'entreprise possède des fonds excédentaires, ce qui vérifie l'hypothèse des *free cash flow*.

Agrawal et Jayaraman (1994)⁸⁰ ont comparé les politiques de dividendes d'un échantillon d'entreprises non endettées avec celles d'un échantillon d'entreprises équivalentes endettées pendant la période 1979-1983, et ont démontré que les premières devraient distribuer plus de dividendes à leurs actionnaires que les entreprises endettées.

Leurs résultats semblent également corroborer l'hypothèse de Jensen (1986), à savoir que la politique de dividendes est influencée par les conflits d'agence qui peuvent survenir entre les actionnaires et les dirigeants, et que les entreprises non endettées aient des taux de distribution plus élevés.

Johnson (1995)⁸¹ a ainsi pu constater que les marchés financiers réagissent positivement à une émission de dette pour les entreprises à faible croissance et qui versent peu de dividendes.

Il confirme également que l'endettement et le versement de dividendes sont deux substituts qui permettent de réduire les conflits d'intérêt entre les dirigeants et les actionnaires.

⁷⁸ Jensen.M (1986): "Agency costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, vol 76 N°2.

⁷⁹ Exemple des sociétés industrielles

⁸⁰ Agrawal.A et Jayaraman. N (1994) : « The dividend policies of all-equity Firms : A direct test of the free cash-flow theory », *Management and Decision Economics*, vol 15 n°2.

⁸¹ Johnson.S (1995): « Dividend Payout and Valuation Effect of bond announcements », *Journal of financial quantitative analysis*, vol 30 n°3.

Enfin, Mollah, Keasey et Short (2000) se sont penchés sur les relations d'agence dans les marchés émergents. Ils ont pu établir que la capacité d'autofinancement avait un effet positif sur le taux de distribution des dividendes, alors que la part des dirigeants dans le capital de l'entreprise y est négativement corrélée.

Les résultats de ces différents travaux confortent donc la théorie des free cash flow et suggèrent que ces conflits d'agence ont également un rôle explicatif important en matière de dividendes dans les marchés émergents.

- Les critiques de la théorie des Free cash flow.

Cette théorie des free cash-flows a fait l'objet d'éventuelles critiques, à savoir :

- Les coûts d'agence des dividendes.

Une des questions qui se pose ici est celle du coût de ces versements de dividendes. En effet, ce versement n'est pas gratuit et engendre des coûts tels que :

- les coûts de contrôle qui sont engagés par le mandant pour limiter les comportements opportunistes du dirigeant;
- les coûts de dédouanement qui sont engagés par l'agent pour convaincre le mandant qu'il agit au mieux des intérêts de ce dernier;
- les coûts résiduels qui viennent de l'impossibilité d'exercer un contrôle absolu sur les activités de l'agent.

En plus de ces coûts, l'actionnaire supporte également le coût fiscal qui peut être relativement élevé, selon les pays d'origine et la tranche d'imposition de l'investisseur. Les coûts d'une émission nouvelle de titres sont aussi non négligeables. Albouy et Dumontier (1992) les estiment effectivement entre 6% et 8% du montant émis. Et reste le problème de détermination des coûts de contrôle.

- L'impact sur le niveau d'investissement

Les marchés n'étant pas parfaits, il nous semble intéressant de se demander si le raisonnement de Jensen (1986) reste valable dans un monde pas tout à fait parfait.

La thèse qui est examinée ici est une limitation liée à l'imperfection des marchés, et concerne la réduction de la capacité d'autofinancement d'une entreprise qui pourrait avoir des effets pervers sur la rentabilité de l'entreprise. En effet, à force de vouloir éviter le surinvestissement, il se pourrait que les entreprises se retrouvent assez vite dans des situations de sous-investissement.

- Le rôle des dirigeants dans l'établissement de la politique de dividendes.

Allen et Michaely (2001) ont suivi le raisonnement de Zwiebel (1996), Fluck (1999) et Myers (2000) sur la structure de financement des entreprises, ils l'ont appliqué à la politique de dividendes. Ces auteurs se sont posé la question suivante: «Si un dirigeant a envie de faire des dépenses de prestige - ou, d'une façon générale, s'il a des ambitions qui vont à l'encontre des intérêts des actionnaires, qu'est-ce qui le forcera à se soumettre à des mécanismes qui l'empêcheront de réaliser ses ambitions? ».

Les auteurs suggèrent, et contrairement à la théorie classique des Free Cash Flow, que ce sont les dirigeants qui déterminent la politique de dividendes, et non les actionnaires mais sans que les intérêts de ces derniers soient lésés, et c'est dans leur intérêt de verser des dividendes suffisamment élevés et réguliers s'ils veulent garder leur place au sein de l'entreprise. Le recours des actionnaires à des mesures répressives et des pressions explicites qui motivent alors les dirigeants à verser des dividendes ou toute autre forme de redistribution des fonds excédentaires.

La grande différence par rapport à l'hypothèse de Jensen (1986) est donc que les actionnaires exercent ici un contrôle tout à fait passif car leurs intérêts sont pris en compte sans recourir aux mesures répressives. Les dirigeants vont, alors, s'auto-discipliner et s'aligner à ces intérêts, ils auront le monopole de la décision de versement de dividendes, contrairement à la vision classique qui veut que cette décision émane de pressions explicites de la part des actionnaires ou de leurs représentants.

- Les problèmes d'agence entre les actionnaires et les créanciers.

La théorie des free cash flow prétend une distribution généreuse de dividendes comme moyen de contrôle direct des comportements opportunistes des dirigeants. Néanmoins, le recours à ce mécanisme entraîne également quelques conflits entre les créanciers et les actionnaires.

En effet, et afin de discipliner les dirigeants, les actionnaires pourraient les pousser à s'endetter encore et encore, ce qui créera des conflits avec les créanciers qui voient le niveau de risque de non remboursement et de faillite s'accroître. Donc cette décision d'augmentation de dette voire de risque se heurte avec les intérêts des créanciers.

Outre que l'endettement, les actionnaires peuvent demander une politique de distribution de dividendes plus généreuse, chose qui n'est pas appréciée par les créanciers qui sont généralement réticents à toute forme de prélèvement sur les bénéfices de la société. C'est ainsi que les versements qui se font au profit des uns se feront toujours au détriment des autres.

Les actionnaires ne sont pas toujours libres, et leur liberté en matière de décision est limitée par les clauses restrictives annexées aux contrats de prêts qui régulent ces conflits par la volonté des deux parties ou encore par l'intervention de la loi via la constitution des réserves légales qui limitent les versements de dividendes aux actionnaires et constituent un fonds dans lequel les créanciers peuvent puiser en cas de liquidation. La fiscalité désavantageuse à l'encontre des dividendes est une autre restriction qui avantage la mise en réserve sur la redistribution aux actionnaires.

- Les problèmes d'agence entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires :

D'autres problèmes d'agence peuvent surgir au sein des entreprises concernant les relations potentiellement conflictuelles entre les actionnaires minoritaires qui n'ont pas de pouvoir de décision sur l'entreprise et les actionnaires majoritaires qui ont ce pouvoir. La question qui se posera encore une fois ici est de savoir si les versements de dividendes peuvent se présenter comme moyen de réduire conflits et par conséquent, ses coûts d'agence.

Bebchuk, Kraakman et Triantis (1998) ont analysé les coûts d'agence particulièrement élevés que peuvent subir les actionnaires minoritaires, en particulier en cas de séparation entre la propriété et le contrôle. Ils ont démontré que le recours à des structures de contrôle pyramidales⁸², le contrôle mutuel à travers des participations croisées ainsi que l'émission d'actions dual class⁸³ (droits de vote différentiels) devraient favoriser l'apparition de tels conflits et donc présentent des coûts d'agence.

⁸² C'est une prise de participation dans plusieurs entreprises. Il s'agit de prendre une participation majoritaire dans une entreprise, qui elle-même aura une participation majoritaire dans deuxième entreprise et ainsi de suite jusqu'à la dernière entreprise que l'actionnaire de référence veut contrôler.

⁸³ Les actions dual class sont des actions à droits de vote différentiels. Les entreprises qui ont recours à ce type d'actions émettent un certain nombre d'actions sans droit de vote et d'autres actions avec droit de vote.

Le système dominant dans la majorité des pays d'Europe continentale et d'Extrême-Orient et l'Afrique du Nord, est caractérisé par la faiblesse du nombre des entreprises cotées. Les marchés financiers y seraient peu liquides, l'actionnariat est fortement concentré et une grande partie du capital serait détenue par d'autres entreprises. Par ailleurs, les sociétés holding ont un rôle dominant dans la structure de l'actionnariat européen. L'existence de ces holdings engendre une séparation entre la propriété et le contrôle grâce à des structures pyramidales complexes et des participations croisées.

Cette situation augmentera la tension entre les actionnaires majoritaires et les autres actionnaires car elle fait bénéficier les premiers de situations avantageuses au détriment des derniers. Nous parlons de bénéfices personnels tirés d'une situation de contrôle et réalisés aux dépens des autres actionnaires ce qui fait surgir des situations conflictuelles.

Ehrhardt et Nowak (2001) définissent les profits ou bénéfices personnels liés au contrôle comme étant tous les avantages, qu'ils soient de nature pécuniaire ou non, et qui sont capturés par ceux qui contrôlent l'entreprise alors que les autres actionnaires n'en bénéficient pas⁸⁴.

Cette définition met l'accent sur l'aspect nature des profits personnels (pécuniaires ou non) et leur transférabilité. Et en fonction de ces deux aspects ils ont défini quatre types de profits qui sont schématisés dans le tableau suivant :

Tableau 6: Typologie des profits personnels liés au contrôle.

	Avantages pécuniaires	Avantages non pécuniaires
Haute transférabilité	Opportunistes : - Octroi de sur-salaires - Détournement de ressources - Transfert d'actifs à prix arbitraire - Octroi de prêts bon marché.	Agréments : - Influencer l'opinion publique - Posséder une marque de prestige - Mener la grande vie
Faible transférabilité	Dilution : - Informations privilégiées - Acquisitions démesurées - Freeze-out et squeeze-out - Emission d'actions à des prix dilutifs	Réputation : - Prestige social - Tradition familiale - Promotion de proches - Relations personnelles.

Ainsi, les profits personnels de type :

- Opportunisme : il s'agit de transfert de l'actif et de détournement de fonds de l'entreprise à des fins personnelles de l'actionnaire de contrôle.
- Dilution : il s'agit d'accroître les bénéfices de l'actionnaire de contrôle sans transfert d'actifs, ce qui affecte négativement la richesse des autres actionnaires.
- Agréments : il s'agit de tous les avantages non pécuniaires dont bénéficie l'actionnaire de contrôle mais qui pourraient être transférés vers d'autres personnes.
- Réputation : ce sont tous les avantages non pécuniaires dont bénéficie l'actionnaire de contrôle et qui ne peuvent être transférables à une autre personne.

Ces bénéfices de contrôle engendrent bien évidemment des coûts d'agence. Ces coûts peuvent être liés au fait que les décisions prises par les dirigeants ne pourront pas être contestées par les actionnaires minoritaires du fait qu'ils ne possèdent pas de pouvoir de contrôle réel, et par conséquent, ne pourront pas sanctionner les dirigeants.

⁸⁴ WOUTERS. J. : « Les dividendes, la fiscalité et les comportements opportunistes » Bruxelles : F. Larcier, 2003.

Ce conflit peut également parvenir du fait que l'actionnaire de contrôle n'ayant qu'une participation limitée dans le capital de l'entreprise, pourra ne supporter que partiellement les conséquences de ses décisions que ce soient des décisions à forte valeur ajoutée ou encore des décisions sous optimales. Dans ce dernier cas, et en présence de profits personnels, l'actionnaire de contrôle ne supportera pas les conséquences néfastes de ses décisions sur la valeur des actions, encore mieux ces décisions négatives seront compensées par ces profits personnels.

Les études empiriques qui ont été réalisées sur le sujet tendent à confirmer que ce risque de privatisation des bénéfices par l'actionnaire de contrôle est une réalité dont doivent tenir compte les actionnaires minoritaires.

La question qui se pose dès lors est: Comment peut-on réduire ces conflits d'agence entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires.

Relativement peu d'études ont analysé le versement de dividendes comme mécanisme régulateur des conflits d'intérêt entre les différents types d'actionnaires. LaPorta, Lopez-de-Silanes, Schleifer et Vishny (2000), et d'autres auteurs, notamment Faccio, Lang et Young (2001) se sont reposés principalement sur le même argument que celui qu'a formulé Jensen (1986) concernant les problèmes d'agence entre les dirigeants et les actionnaires, à savoir que le versement de dividendes limiterait les comportements opportunistes en réduisant les ressources qui sont contrôlées par l'agent (l'actionnaire de référence dans ce cas de conflit) et donc atténuer la crainte des minoritaires quant à l'affectation de ces fonds.

Ces mêmes auteurs, et à travers une étude portant sur plus de 4000 entreprises de 33 pays différents, ont examiné si les taux de distribution de dividendes sont plus importants dans les pays où la protection légale est efficace. Leurs résultats montrent que les entreprises situées dans les pays où la protection légale est efficace ont tendance à distribuer plus de dividendes, et que les actionnaires minoritaires exploitent ces outils légaux pour faire pression sur les dirigeants et obtenir des dividendes plus généreux. Et que dans les pays qui ont une faible protection pour les minoritaires, les entreprises ont tendance à une rétention des bénéfices qui sert principalement les intérêts personnels des actionnaires de contrôle.

La politique des dividendes reste un sujet de controverse à la lumière de la diversité des théories et des explications proposées pour appréhender ses déterminants et son influence sur la valeur de l'entreprise.

La théorie néoclassique des marchés en équilibre de Modigliani et Miller (1961), et sous l'hypothèse d'un marché efficient sans impôt et sans coût de transaction, prône que les dividendes n'ont pas d'effet sur la valeur de la société. Cependant, cette position ne fait pas l'unanimité des théoriciens et praticiens. En effet, la théorie de l'information complétée par les modèles de signal et la théorie de l'agence donnent des explications convaincantes du rôle des versements des dividendes pour influencer la valeur des entreprises.

La théorie du signal considère le dividende comme un outil de communication entre l'entreprise et son marché. C'est un signal sur les flux de liquidité futurs de l'entreprise, et implique en cas de fausse signalisation au marché un coût de sanction des dirigeants émetteurs.

La théorie de l'agence montre qu'en cas de conflits entre les actionnaires/dirigeants, actionnaires/créanciers ou encore actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires, la politique de dividendes peut être exploitée pour aligner les intérêts et les faire converger vers le bien de toutes les parties prenantes. Il s'en sort également que ces conflits d'agence expliquent en grande partie les comportements des entreprises en matière de distribution de dividendes qui se présentent comme une limitation aux abus, en limitant les ressources contrôlées que ce soit par les dirigeants ou encore par les actionnaires majoritaires, et par

conséquent, limitent le risque d'expropriation des actionnaires minoritaires dans ce dernier cas, surtout en présence d'une protection légale des investisseurs. Ces théories comportent, cependant, plusieurs limites qui découlent généralement d'un certain nombre d'imperfections des marchés financiers qui peuvent modifier la richesse des actionnaires; notamment, la différence dans les taux d'imposition du dividende et des plus-values, les coûts de transaction, les coûts d'information, etc.

Conclusion du deuxième Chapitre.

Les modèles théoriques développés dans ce chapitre mettent tous en lumière l'impact plus ou moins contesté de la structure financière et de la politique de dividendes sur la Création de Valeur des entreprises. Ils se distinguent, cependant, par la diversité des variables introduites pour expliquer cette relation.

Les théories traditionnelles militent en faveur de non influence de ces deux décisions financières sur la Valeur de l'entreprise sauf dans le cas de la prise en compte de quelques variables telles : la variable fiscale et la variable risque lié à l'endettement.

Les théories financières récentes défendent plutôt l'existence d'une influence de la décision de financement et de la politique de dividendes sur la Création de Valeur de l'entreprise. Elles expliquent les comportements des décideurs en matière de la prise de décision financière par des variables beaucoup plus comportementales.

La mise en route pratique de ces propositions théoriques pour optimiser la décision de financement et de distribution de dividendes pour atteindre l'objectif ultime de l'entreprise à savoir la Création de la Valeur, se confronte à de sérieux problèmes de l'environnement économique et financier. En effet :

- L'incertitude liée aux opérations des investissements aggrave le risque financier de l'entreprise surtout dans le cas de financement de ces projets par la dette ;
- Les crises et l'instabilité des marchés financiers, surtout avec l'apparition des produits financiers plus sophistiqués ;
- La politique fiscale de l'Etat qui varie et évolue avec l'évolution du système économique ;
- Et également, et le plus important, la variable qualitative du comportement humain. En effet, les conflits d'intérêts restent difficilement gérables et compliquent la décision financière.

S'ajoute à ces obstacles, l'approche moniste de ces théories. En effet, elles traitent la question d'influence de la décision financière sur la seule valeur actionnariale, tout en ignorant l'impact sur celle partenariale.

Egalement, le cadre simplifié des théories abordées est loin de caractériser les conditions dans lesquelles évoluent les entreprises marocaines. Ceci nous amène à ce stade à étudier l'environnement financier de ces dernières pour détecter le modèle le plus adéquat à la réalité marocaine et pour confronter les résultats de ces modèles théoriques à nos résultats empiriques.

TROISIEME CHAPITRE METHODOLOGIQUE DE RECHERCHE.

Introduction

Nous avons développé, dans les chapitres précédents de ce travail de recherche, plusieurs modèles théoriques traitant de la problématique de la structure financière des entreprises et celle de la politique de distribution des dividendes, et ce en relation avec la Création de la Valeur financière et managériale. Cette démarche a permis l'étude du cadre conceptuel et le positionnement de la recherche dans son cadre théorique.

Dans ce chapitre, le point de vue est différent. Il s'agit maintenant de tirer les leçons de cette analyse et de présenter notre approche dans le cadre marocain. Il s'agit en effet ici, de modéliser ces propositions théoriques afin d'élire parmi ces modèles celui ou ceux qui s'appliquent à la réalité de l'entreprise marocaine cotée à la Bourse de Valeur de Casablanca. Cet objectif passe d'abord, par un examen préalable des modalités de financement et du cadre dans lequel évoluent les relations financières entre les entreprises marocaines et leurs bailleurs de fonds, ainsi que par l'examen de l'impact de la fiscalité marocaine sur les conditions de financement et sur les politiques de dividende.

En effet, les réformes qu'ont connues les deux marchés marocains : bancaire et financier, ainsi que l'évolution de la fiscalité marocaine, ne peuvent qu'influencer les décisions et pratiques de financement des décideurs marocains et par conséquent, leurs politiques d'investissement et de distribution de dividendes, et probablement leur Création de Valeur aussi bien pour leurs actionnaires que pour leurs partenaires.

C'est ainsi que nous avons jugé indispensable de procéder tout d'abord, et dans un premier temps à une analyse des conditions de financement des entreprises marocaines par les deux marchés. Une pause sera faite sur les principales orientations de la fiscalité marocaine du financement et le rôle de cette dernière pour encourager l'un ou l'autre mode de financement, ainsi que son impact sur les politiques de distribution de dividendes. La politique de financement et de distribution des dividendes étant étudiée et analysée, viendra ensuite la question de justification de notre choix d'opter pour l'étude des deux approches de Création de Valeur à savoir actionnariale et partenariale (et non pas la seule Création de Valeur actionnariale communément étudiée), et l'analyse de l'impact de ces politiques de financement et de distribution sur cette valeur créée.

L'objectif est de revenir sur les grands traits marocains de la question de financement et de distribution des dividendes, ainsi que sur l'approche de la Création de Valeur, dans le but de formuler les hypothèses de la recherche et de présenter notre méthodologie. Pour ce faire, notre approche s'organise de la manière suivante : Le premier point **(3.1)** décrit le processus d'évolution du système financier et fiscal marocain en précisant les avantages et les contraintes d'une telle évolution, pour exposer ensuite les raisons pour garder les deux approches de Création de Valeur dans notre étude. Cette étape est indispensable pour pouvoir formuler les hypothèses **(3.2)** de notre étude dans le cadre marocain. Les points suivants sont intégralement consacrés à la description de l'échantillon **(3.3)** et de la méthodologie poursuivie **(3.4)** pour expliquer l'influence positive, négative ou neutre de la politique de financement et de distribution des dividendes sur la Création de Valeur aussi bien actionnariale que partenariale. Il s'agit de définir les voies et moyens qui ont permis de collecter les données, de les traiter et de restituer les résultats.

3.1 Analyse théorique dans le contexte marocain.

Les évolutions et les nouvelles données de l'économie mondiale imposent aux pays de disposer d'un marché monétaire et financier dynamique, évolutif, compétitif et attractif susceptible d'attirer les fonds nécessaires à son développement.

Les marchés de capitaux permettent en effet, la rencontre entre les agents économiques ayant un excédent de capitaux ont été globalisés, et décloisonnées avec une libération très large des mouvements de capitaux. Par ailleurs, certains de ces marchés sont soumis à des normes renforcées alors que d'autres se trouvent dans des zones de non régulation et par conséquent, ils se sont développés de façon exponentielle, ce qui a causé des turbulences et des crises.

Par contre, et grâce à l'abondance des liquidités internationales, les banques ont développé des techniques de plus en plus complexes qui prétendaient cumuler les rendements élevés correspondant à un niveau élevé des risques.

Les marchés d'actions quant à eux, perdent de plus en plus leur rôle de financement de l'entreprise à cause des exigences irréalistes de rémunération des capitaux propres. Ceci a limité le recours aux fonds propres, ce qui s'est traduit par une fragilisation des entreprises.

La rénovation du fonctionnement des marchés de capitaux doit passer par une analyse de la place de la dette dans la structure financière des entreprises, de la rémunération de la dette et des capitaux et de la répartition de la Création de Valeur entre la dette et les capitaux.

Notre objectif dans cette section est de présenter l'évolution du cadre théorique de la question du système financier marocain, et de décrire les différentes disparités du système fiscal en matière de décision financière (financement et distribution) des entreprises marocaines, afin de justifier notre choix à étudier l'impact de ces deux décisions financières sur la Création de Valeur dans le cadre de ses deux approches : Actionnariale et partenariale. Cette étape va nous permettre de pouvoir formuler les hypothèses de notre étude dans le cadre marocain. Il est donc nécessaire de mener une analyse critique et d'en tirer les leçons positives afin d'élaborer une nouvelle approche tendant à contribuer aux réflexions en la matière.

3.1.1. Le cadre marocain de la question du financement de l'économie.

Le système financier marocain a connu de profondes réformes depuis le début des années 90. Ces réformes se sont articulées autour de nombreux axes notamment le décloisonnement des marchés de capitaux par la transformation des relations entretenues entre les différents éléments constitutifs du système financier, la libéralisation des opérations financières et la réforme du cadre réglementaire des banques et du marché financier.

En effet, la libéralisation de l'activité bancaire s'est réalisée dans un cadre prudentiel renforcé (notamment en matière de classification des créances douteuses à provisionner) que le système bancaire a globalement su intégrer. Ainsi ont été introduits, dans le cadre de la loi bancaire de 1993 et des textes attenants, le désencadrement du crédit, la suppression progressive des emplois obligatoires, la libéralisation des taux d'intérêts débiteurs en 1996 et, la même année, le lancement d'un marché des changes interbancaire. L'année 2000 a vu l'adoption d'un nouveau plan comptable pour les établissements de crédit. En 2006, la promulgation de la nouvelle loi bancaire apporte deux éléments fondamentaux que sont d'une part, des nouvelles règles prudentielles dans le cadre de Bâles II qui sont plus qualitatives et spécifiques et qui nécessitent le recours à de nouveaux profils en matière de ressources humaines et à des moyens techniques sophistiqués et d'autre part, l'autonomie de la banque centrale, seule institution chargée de veiller à la régulation et à la surveillance du système bancaire et de conduire la politique monétaire.

Le marché financier, quant à lui, après sa modernisation en 1993, a connu, en 2004, plusieurs mesures de mise à jour de son infrastructure et de ses règles de fonctionnement ainsi que des mesures de renforcement des pouvoirs de l'autorité de marché.

Généralement, le Maroc dispose actuellement d'un système financier considéré parmi les marchés financiers les plus structurés de la rive sud de la méditerranée. Ceci grâce notamment à une évolution de sa politique économique vers une politique de stabilisation et d'ajustement depuis les années soixante et soixante-dix, et grâce également aux réformes mises en œuvre par les pouvoirs publics durant les années quatre-vingt-dix et celles durant le début des années 2000 constituant un prolongement et un approfondissement des réformes financières et du secteur financier initiées à partir de la deuxième moitié de la décennie 80.

a/ Le système bancaire marocain:

- *Transformation du système bancaire.*

Dans le cadre de ses orientations explicites, la loi bancaire de juillet 1993 a eu pour objet :

- D'unifier le dispositif juridique applicable à l'ensemble des établissements bancaires et financiers afin de créer les conditions de la concurrence ;
- D'élargir le cadre de la concertation entre les autorités monétaires et la profession ;
- De renforcer la protection des déposants et des emprunteurs en renforçant les droits et la protection des ces derniers et en mettant en place des moyens de contrôle adaptés, ainsi qu'un régime de sanctions profondément réaménagé.

Les structures du système bancaire marocain sont organisées autour des autorités de tutelle et de contrôle, des organes de consultation et de coordination, des banques et des sociétés de financement.

A travers les avis du Conseil National de la Monnaie et de l'Epargne (CNME), du Comité des Etablissements de Crédit (CEC) et/ ou de la Commission de Discipline des Etablissements de Crédit, le Ministre de Finance exerce une tutelle et un contrôle sur le système bancaire. Bank Al Maghreb est la deuxième entité de surveillance du système bancaire et financier marocain. Son pouvoir de contrôle et de dissuasion a été redéfini et élargie avec le loi bancaire de 1993.

Les organes de consultation et de coordination sont : le Conseil National de la Monnaie et de l'Epargne (CNME), le Comité des Etablissements de Crédit (CEC), la Commission de Discipline des Etablissements de Crédit et les associations professionnelles dont notamment le Groupement Professionnel des Banques au Maroc (GPBM) et l'Association Professionnelle des Sociétés de Financement (APSF).

Quant au marché interbancaire, il permet aux banques d'équilibrer leur trésorerie en compensant entre elles les déficits ou les excédents ou en empruntant les sommes complémentaires qui leur sont nécessaires auprès des différentes banques spécialisées. Mais avant de recourir au marché interbancaire pour leurs besoins en trésorerie, les banques font généralement un arbitrage entre les différentes possibilités de refinancement auxquelles elles peuvent accéder afin d'optimiser l'utilisation des moyens financiers que ces possibilités procurent, en commençant par celles qui offrent les taux les moins élevés. Antérieurement à la réforme de refinancement de juin 1995, les banques pouvaient se procurer des avances soit sur le marché interbancaire soit par le réescompte auprès de Bank Al Maghreb des crédits privilégiés à taux peu élevés ou encore par les différentes avances que celles-ci leur consentait sur le marché monétaire.

Depuis la mise en place de cette réforme, seul subsiste le recours au marché monétaire, où les transactions interbancaires se sont développées car elles offrent des taux plus avantageux que ceux de Bank Al Maghreb tout en suivant, à la hausse comme à la baisse, l'évolution des taux directeurs de celle-ci.

- *Etat des lieux du système bancaire marocain.*

Ces dernières années ont enregistré une amélioration intéressante du fonctionnement des mécanismes concurrentiels du système bancaire et un début de concentration qui n'est toutefois pas toujours le reflet d'un aiguïsement de la concurrence. La concentration observée au sein du système bancaire marocain reste moins importante par rapport à celle observée dans la plupart des pays développés. En France, par exemple, 10% des établissements de crédit concentrent près de 90% de l'activité bancaire alors qu'au Maroc près de 20% des établissements de crédit concentrent seulement près de 64% de l'activité bancaire, en 2004, et aucune banque marocaine, à l'exception peut être du groupe Attijariwafa Bank, n'a encore atteint une taille critique des premières banques égyptiennes et algériennes dans le monde arabe et des banques sud-africaine en Afrique.

Aussi, la mutation actuelle observée dans les pays développés tarde à se dessiner au Maroc notamment pour les activités hors bilancielleres qui traduisent l'état de développement du service bancaire autre que le crédit.

Par ailleurs, les banques marocaines s'intéressent comme dans la plupart des pays développés aux activités de marché. Pratiquement toutes les banques marocaines ont filialisé les activités de marché (société de bourse et société de gestion...). Mais lesdites banques n'utilisent que très peu les opportunités offertes par les compartiments de marché aussi bien au niveau de leurs ressources que de leurs emplois à l'exception de quelques unes qui ont levé des capitaux dans le seul et unique objectif de leur recapitalisation ou de quelques opérations au profit des salariés dans le cadre des stock-options.

Les mutations les plus importantes sont toutefois le produit de la nouvelle réglementation concernant la gestion des établissements bancaires et notamment le rôle des administrateurs. En effet, lesdits établissements sont tenus de se doter d'un système de contrôle interne leur permettant de s'assurer que les opérations réalisées sont conformes aux dispositions légales et réglementaires en vigueur ainsi qu'aux orientations des organes de gestion et que les limites fixées par ces organes pour la prise de risques sont strictement respectées. Ce dispositif doit également garantir la fiabilité des conditions de collecte, de traitement, de diffusion et de conservation des données comptables et financières.

De plus, les établissements de crédit, d'une certaine taille, sont tenus de désigner un responsable du contrôle interne, indépendant des entités opérationnelles, chargé du suivi des dispositifs du contrôle interne.

Il est à relever également que le comportement des établissements bancaires est pratiquement le même quelque soit la nature du capital (banques privées, banques publiques, banques semi publiques, banques à participation étrangère).

L'année 2006, a été marquée par l'entrée en vigueur d'une nouvelle loi bancaire et l'adoption des nouveaux statuts de Bank Al Maghreb en vue de conférer à la Banque Centrale une plus grande autonomie de nature de renforcer à la fois, l'efficacité de ses interventions et la crédibilité de sa politique monétaire.

- *Les facteurs de blocage du système bancaire marocain :*

Le système bancaire souffre du montant élevé des créances en souffrance, et la situation financière des banques spécialisées continue à constituer le segment le plus faible du secteur bancaire, représentant 50% du total des créances en souffrance. Les banques marocaines sont très saines mais le poids des créances douteuses par rapport un système bancaire très structuré demeure trop élevé ceci malgré l'importance des garanties exigées par les banques marocaines. Ce problème des créances en souffrance est aggravé par d'importants retards dans le recouvrement des créances via les tribunaux.

Tant que le poids des créances douteuses reste important, l'accès au crédit principalement pour les PME demeurera difficile et/ou onéreux et la prise de conscience de la gravité de cette question et la mise en place des mesures allant dans le sens de l'allégement du poids de ce

fardeau améliorera de manière significative l'intégration du système bancaire dans le système productif.

Le système bancaire marocain est un système moderne sauf que son évolution reste lente par rapport à celle enregistrée par les pays développés puisque l'essentiel du PNB bancaire provient encore des revenus de l'intermédiation de crédit. Les activités de services sont peu développées et d'une manière générale, le hors bilan des banques marocaines est en deçà des potentialités que peut offrir le système. Les vulnérabilités structurelles de la position de liquidité du système bancaire est un autre obstacle qui freine la concurrence.

La dépendance à l'égard des dépôts à vue permet au système bancaire de disposer de ressources à bon marché et de maintenir à un niveau appréciable la marge d'intermédiation de crédit. Mais cela permet en même temps d'atténuer les conséquences d'une concurrence c'est à dire les mutations attendues en matière de recomposition du paysage du système bancaire par des fusions-absorption susceptibles de permettre au Maroc d'avoir des groupes bancaires ayant une taille critique à l'échelon africain.

Les marges d'intérêt, tout particulièrement en ce qui concerne les banques commerciales, ont été positivement influencées par l'importance des dépôts à vue non rémunérés comme sources de fonds, mais la tendance est à la baisse en partie en raison de l'intensification de la concurrence sur les taux d'intérêt et de la diminution générale du niveau des taux. Mais la tendance à la baisse des coûts du crédit est davantage due aux pressions exercées sur les banques par Bank Al Maghreb et de manière générale les pouvoirs publics pour limiter sinon éviter les ententes éventuelles que pourraient passer les banques entre elles que par une véritable intensification de la concurrence.

b/ Le marché financier : La bourse des valeurs de Casablanca.

Le marché financier est un lieu de rencontre de l'offre et de la demande des capitaux à long terme. Par opposition au marché monétaire, dans lequel les agents économiques négocient entre eux leurs besoins et leurs excédents de capitaux à court terme, le marché financier est le lieu de négociation des échanges de capitaux à long et moyen terme matérialisés par des instruments appelés valeurs mobilières.

La Bourse reste un domaine bien méconnu des Marocains, et un terme qui suscite bien souvent des réactions vives, surtout en ce qui concerne sa relation avec la spéculation, et spécialement en ces temps de crises mondiales.

Le colloque qui s'est tenu le 30 septembre 2009, à Skhirat, sur l'avenir de la Bourse de Casablanca, a affirmé que la méconnaissance des mécanismes boursiers de la part de la société civile marocaine constitue une sérieuse entrave à son développement, et l'univers boursier paraît bien opaque et éloigné des réalités concrètes du quotidien. Pourtant, l'univers de la Bourse et des placements n'est pas aussi compliqué qu'il en a l'air au moins pour les professionnels de la finance, actionnaires des entreprises.

La Bourse de Casablanca a connu une évolution si importante ces dernières années, passant d'un simple marché peu structuré à une place financière importante.

Selon Attijari Intermédiation, Casablanca est aujourd'hui « la 2^{ème} place financière la plus importante d'Afrique après Johannesburg et devant Le Caire »⁸⁵.

Historiquement, la création de la Bourse de Casablanca remonte à 1929. A cette époque, elle s'appelait Office de compensation des valeurs mobilières et deviendra, en 1948, Office de cotation des valeurs mobilières. Une réforme se mit en place en 1967 pour venir à bout de la carence de l'organisation de ce marché financier marocain et ainsi le doter d'une Bourse mieux organisée, d'un point de vue juridique et technique.

⁸⁵ La Vie économique Bourse & placements, Supplément à La Vie éco N° 4529 du 16 octobre 2009.

Il faudra attendre le début des années 90 pour assister à une nouvelle vague de réformes qui va résolument faire passer la Bourse de Casablanca dans une nouvelle ère avec la création d'institutions comme la société gestionnaire, la SBVC, et l'organe de contrôle, le CDVM.

En 10 ans, la Bourse de Casablanca a alors réalisé un bond spectaculaire en passant d'une capitalisation de 138 milliards DH, en 1999, à plus de 530 milliards de DH en 2009⁸⁶.

Son ratio de financement (rapport entre la capitalisation boursière et le PIB) a connu une évolution vertigineuse, frôlant les 82 % en 2009, reflet d'une bonne adéquation entre la Bourse et l'économie marocaine dans son ensemble. En 1999, ce ratio n'était que de 37 % alors qu'il dépassait déjà les 60 % dans les pays émergents et atteignait les 100 % dans les pays développés.

En plus de la réforme institutionnelle, le développement exceptionnel de la Bourse s'explique aussi par l'introduction, toujours au milieu des années 90, des premiers titres d'OPCVM. Créés en 1995, les organismes de placement collectif en valeurs mobilières ont connu un essor important et continuent à jouer un rôle significatif dans le développement du marché.

Globalement, les entreprises cotées à la Bourse de Casablanca, reflètent en quelque sorte notre économie. Ainsi, les principaux secteurs qui pèsent le plus actuellement dans le PIB sont représentées (les activités financières à 27%, les BTP à 8%, les télécoms à 6% et l'énergie et mines à 4%) tiennent une place significative dans la capitalisation boursière du marché.

En tant que mode de financement, la Bourse de Casablanca constitue une source de financement non négligeable pour les sociétés en quête de croissance. En effet, depuis 1999, les émetteurs inscrits à la Bourse des Valeurs ont levé près de 75 milliards de DH pour financer leurs plans de développement : croissance externe, croissance organique, lancement d'une nouvelle activité... et les investisseurs ayant pris des positions à la Bourse de Casablanca au cours des dix dernières années et sur des périodes supérieures à trois ans ont obtenu des rentabilités brutes exceptionnelles, selon les analystes d'Attijari Intermédiation.

La performance boursière, quant à elle dans la même période et selon les mêmes sources, a été exceptionnelle, 119%, et s'est accompagné, en plus, d'un taux de distribution de dividendes très élevé, soit un payout moyen de 75% par an sur la même période.

Les sociétés cotées à la Bourse de Casablanca font donc la part belle aux actionnaires et, de manière générale, aux épargnants. En attestent deux autres indicateurs : le rendement annuel moyen sur la période 2004 à 2008 se situe autour de 4,5 % et le montant des dividendes (fraction du bénéfice d'une société distribuée aux actionnaires) versé par le marché est passé, lui, de 5 milliards de DH en 1999 à plus de 20 milliards de DH en 2008.

Les analystes d'Attijari Intermédiation, dans un bilan détaillé de la décennie boursière, publié en septembre 2009, arrivent à la conclusion que le développement remarquable qu'a connu la Bourse lors de la dernière décennie lui permet de devenir aujourd'hui une source de financement incontournable, un moyen indéniable de mobilisation de l'épargne domestique, un levier de croissance pour les sociétés cotées, un puissant vecteur d'investissement pour les capitaux locaux et étrangers.

Cependant, le recours au marché boursier n'est pas encore ancré dans l'esprit des investisseurs, notamment les particuliers et les petites et moyennes entreprises. Ce qui représente donc un potentiel important qui reste encore à développer.

En ce sens, le plan d'action de la réforme de la Bourse de Casablanca 2009-2015, révélé lors du colloque de Skhirate le 30 septembre 2009, devrait permettre, à terme, de combler cet écart. En effet, l'un des axes du plan sera de généraliser et de vulgariser les mécanismes de la Bourse et les apports qu'elle peut présenter, d'un point de vue économique, auprès de l'ensemble des acteurs économiques marocains.

⁸⁶ La Vie économique Bourse & placements, Supplément à La Vie éco N° 4529 du 16 octobre 2009.

- Les conditions de fonctionnement de Marché Boursier Casablancais :

La BVC est en effet, placée sous la tutelle du ministère de l'Economie et des Finances et particulièrement de la direction du Trésor, du CDVM et de la société de bourse des valeurs. La microstructure de la BVC a été modifiée sur la période de 1997-2000 aux plans :

- De la cotation électronique instaurée depuis Mars 1997 ;
- Des règles de cotation : écarts de cours maximum, suspension de cotation sur réservation de cours, cotation au fixing et en continu ;
- Des règles d'information par les sociétés cotées et les intervenants sur le marché ;
- Des modalités de traitement et de routage des ordres ainsi que les conditions de livraison et de règlement. Ainsi, la priorité d'exécution des ordres par exemple, est guidée d'abord par les prix et ensuite par la chronologie de saisie de l'ordre ;

Les règles déontologiques ont été, par ailleurs, significativement renforcées notamment :

- A l'encontre du délit d'initié ;
- La surveillance par le CDVM du bon fonctionnement du marché, de la transparence et de la sécurité ainsi qu'à l'information des épargnants et investisseurs ;
- La création d'un fonds de garantie clientèle devant indemniser les épargnants dont la société de bourse gestionnaire serait mise en liquidation ;
- La mise en place par la BVC de la garantie de bonne fin des opérations de livraison de titres et de règlement ;
- Etc...

- *Les moments clés de la Bourse de Casablanca depuis 1993 :*

Le système de financement direct a été profondément réformé à partir de 1993. Afin de réussir l'organisation, le contrôle et le fonctionnement du marché boursier, les pouvoirs publics ont promulgué respectivement :

- Le dahir sur la Bourse des Valeurs (portant loi N° 1-93-211 du 21 septembre 1993) modifié et complété par la loi 34-96 du 9 janvier 1997 qui a réaménagé l'organisation du marché boursier tout en renforçant les mesures relatives à sa surveillance ;
- Le dahir concernant la création du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) et les informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne (Dahir portant loi N° 1-93-212 du 21 septembre 1993) ;
- Le dahir portant loi N° 1-93-212 du 21 septembre 1993 relative aux Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) ;
- Le dahir N° 1-96-246 portant loi N° 35-96 du 9 janvier 1997 relative à la création d'un dépositaire central et l'institution d'un régime général de l'inscription en compte de certaines valeurs. Et nous pouvons résumer ces moments clés des réformes comme suit :

- 1993-1997 : Période des réformes :

Mise en œuvre de deux principales réformes ayant permis la création de la SBVC, du CDVM ainsi que la réorganisation des OPCVM. Ces réformes s'inscrivent dans une perspective de modernisation du financement de l'économie marocaine.

- 2000-2002 : Période de restructurations :

Restructuration en interne du marché boursier marocain à travers la radiation des valeurs illiquides ou peu actives, la recapitalisation de plusieurs sociétés, une stratégie de promotion du marché boursier plus agressive et le lancement d'une gamme homogène d'indices à l'image du MASI et du MADEX.

- 2004-2005 : la plus importante opération d'introduction de la Bourse :

L'opération d'introduction en Bourse de la société Maroc Telecom qui a suscité une demande de 192 MMDH contre une offre de 8,9 milliards de DH avec un nombre record de souscripteurs, soit 130 000.

- 2005-2008 : démocratisation de la Bourse :

Record en terme d'IPO (.initial public offering, soit introduction en bourse) avec 28 nouvelles entreprises cotées en 4 ans. L'introduction du secteur immobilier a travers plusieurs promoteurs, notamment le groupe Addoha qui a levé 2.8 milliards de DH et représente désormais près de 8% de la capitalisation globale du marché.

- 2008 : 2ème en Afrique :

La Bourse de Casablanca devient la 2^{ème} plus importante place financière d'Afrique. Le volume moyen quotidien dépasse 1 milliard de DH avec une capitalisation qui s'élève à plus 600 milliards de DH.

Les réformes entreprises ont permis de doter le système financier national de tous les compartiments de marché (marché monétaire, marché financier et marché de changes...) où sont traités une variété de produits financiers (bons du Trésor, titres de créance négociables, actions, obligations...) à travers les sociétés de bourse, les sociétés de gestion, les IVT...

L'environnement légal et réglementaire du marché des capitaux est moderne et plusieurs amendements aux textes de loi de 1993 ont été apportés, récemment, dans l'objectif de suivre l'évolution des places financières développées et se conformer aux normes internationales. On peut citer, à titre d'exemples, en 2004, la promulgation de lois concernant les offres publiques, les opérations de pension ou la modernisation des lois relatives au marché boursier qui a eu pour apports principaux de revoir les conditions d'introduction sur le marché boursier et le renforcement du pouvoir du CDVM. Le marché de capitaux est également doté d'une infrastructure technique moderne, notamment sur le marché financier puisque la Bourse de Casablanca dispose d'outils techniques comparables à ceux existants sur les bourses internationales et assure un règlement-livraison simultané et une garantie de bonne fin des opérations. Par ailleurs, les titres sont dématérialisés et inscrits en compte au niveau du dépositaire central (Maroclear).

Les résultats sont extrêmement inégaux et souvent marqués par une évolution assez erratique : Le marché monétaire demeure encore un simple marché interbancaire, le marché des changes est caractérisé par un volume d'opérations extrêmement modeste et le marché financier manque de papier...

Aussi, malgré un cadre légal et une infrastructure technique modernes et plus de dix ans après la mise en place de la réforme des marchés de capitaux, on peut relever que les compartiments de marché ne jouent pas encore un rôle significatif dans le financement des investissements et ne constituent pas encore un véritable outil alternatif au financement bancaire.

Les indicateurs sur les augmentations de capital en numéraire, sur l'évolution du marché des TCN et des obligations permettent d'aboutir à un tel constat :

Les émetteurs inscrits à la cote de la bourse des valeurs ont levé en moyenne, entre 1993 et 2005, près de 1 milliard de dirhams par an ce qui représente 0,93% de la FBCF en 2005.

Il est à noter d'une part, que près de 50% des émetteurs ayant procédé à des augmentations de capital en numéraire sont des institutions financières lesquelles ont levé, entre 1993 et 2005, près de 60% du total des augmentations de capital en numéraire et que d'autre part, la plus grosse opération a été l'œuvre du CIH qui a levé 2 milliards de dirhams en 2000. En plus d'une évolution en dents de scie, il est à relever le faible recours aux billets de trésorerie de la part des entreprises marocaines (une dizaine d'émetteurs tels l'ONA, l'ONE...).

Aussi, il est à noter que les émissions sur le marché obligataire se caractérisent également par une volatilité et qu'en 2005, le volume desdites émissions a baissé de près de 40% par rapport à l'année précédente.

Mais là n'est pas le plus important puisque même dans les pays à tradition ancrée de structure de marché, le financement des investissements est principalement d'origine bancaire et ces dernières années le financement par le marché est de plus en plus marginalisé, autour de 5% du financement des investissements. Le marché a des vertus pédagogiques en matière de transparence, de structuration des entreprises, d'évaluation, d'audit et participe à

l'amélioration des conditions de financement bancaire. Aussi, le développement du marché secondaire, de sa liquidité et du volume de transactions est de ce point de vue aussi important que de nouvelles introductions ou des augmentations de capital. Aussi, le marché financier semble, depuis l'introduction de Maroc Telecom, en décembre 2004, connaître quelques changements de structure qui risquent d'avoir des effets d'entraînement.

- *Les facteurs de blocage du marché boursier marocain :*
 - *la faiblesse de la liquidité du marché.*

La liquidité est l'élément central du développement du marché financier, or la Bourse de Casablanca souffre d'un manque de liquidité. Malgré les hausses enregistrées, le ratio de liquidité de la Bourse de Casablanca est encore loin de celui enregistré sur les marchés développés voire les marchés émergents qui affichent des ratios de plus de 40%. Il est à noter également, que seule une dizaine de valeurs ont un niveau de liquidité relativement satisfaisant.

- *la faiblesse des introductions*

Le nombre d'émetteurs qui ont rejoint la cote de la bourse des valeurs demeure faible. Aussi, en l'espace de 13 ans (1993-2005), la Bourse de Casablanca a enregistré 28 introductions dont 9 dans le cadre du processus de privatisation.

- *la faiblesse du volume des transactions.*

Depuis 2003, le volume des transactions enregistré à la Bourse de Casablanca connaît certes une progression mais il demeure relativement faible notamment sur le marché central. Aussi, le volume moyen quotidien traité sur le marché central a été de l'ordre de 65 millions de dirhams en 2004. Cette situation est due essentiellement à la faiblesse du flottant d'un nombre important d'entreprises cotées : la capitalisation boursière flottante de 20% des émetteurs constituent près de 80% de la capitalisation boursière totale flottante.

Cette évolution reste assez modeste malgré les très fortes progressions (1998, 1999, 2003 et 2005) qui ne concernent que certaines entreprises (holding) ou un nombre limité d'activités économiques (principalement le secteur financier et les télécommunications depuis 2005).

- *le nombre d'émetteurs inférieur au gisement des entreprises cotables*

Même si le nombre d'émetteurs inscrits sur le marché financier ne constitue pas un critère déterminant, il est à relever que le faible nombre d'entreprises cotées à la Bourse de Casablanca reste une tendance lourde depuis la décennie 90. Le chiffre des 75 entreprises inscrites à fin 2010 est loin du nombre des émetteurs potentiellement cotables uniquement dans le secteur des industries de transformation. Cette situation est d'autant plus délicate que le législateur, à travers les amendements à loi apportés en 2004, a assoupli les conditions d'introduction pour certains compartiments.

- *marché dominé par le compartiment des actions*

Le marché obligataire au sein de la Bourse de Casablanca n'arrive pas à émerger et l'essentiel des transactions sur obligations se déroule sur le marché de gré à gré.

- *absence d'arbitrage entre les différents compartiments du marché*

Les émetteurs n'arbitrent pas encore entre les différents compartiments de marché en vue d'optimiser leur politique de financement et le stade de l'unification des marchés de capitaux, que l'on observe sur les marchés développés, n'est pas encore atteint.

- *Le prolongement et l'approfondissement des réformes.*

Le système bancaire marocain a fonctionné pendant de longues années dans le cadre d'un système de "crédit administré" (encadrement du crédit et taux d'intérêt débiteur et créateur fixés par les autorités monétaires en fonction des objectifs de la politique économique). Dans un pareil système le rôle de la banque centrale se réduit à un simple contrôle des établissements de crédit. Le ministère des finances, notamment la direction du trésor, détermine l'enveloppe des crédits à distribuer et la répartition entre les différentes banques.

Dans un tel système la concurrence entre les établissements bancaires se réduit à une négociation des banques avec la direction du trésor. Dans une situation de demande de crédit excédentaire, les banques sont en situation très confortable vis-à-vis des demandeurs de crédit, elles peuvent imposer toute sorte de garantie pour octroyer des crédits et choisir elles même, et souvent en fonction de leur seul intérêt, les secteurs à financer.

Cette période a coïncidé avec une marge d'intermédiation extrêmement élevée, d'importants vides de financement, des pans entiers de l'économie marocaine trouvaient des difficultés à accéder au crédit bancaire.

Cette situation telle que décrite ne pouvait prévaloir que dans le cadre d'une économie protégée pouvant permettre aux entreprises non financières de supporter des charges financières extrêmement élevées.

La levée progressive des barrières douanières (la protection de l'entreprise marocaine) a été initiée parallèlement à une ouverture de plus en plus ample du système bancaire. L'action des pouvoirs publics a été double : d'une part, le plancher d'effets publics a été supprimé permettant aux banques d'utiliser librement leurs réserves pour des emplois plus lucratifs pour le système bancaire ; d'autre part, la levée de l'encadrement de crédit a été accompagnée de la libéralisation des taux d'intérêt débiteur et créditeur. En agissant ainsi les pouvoirs publics mettent en place les conditions pour un fonctionnement réel du marché des capitaux et pour un développement de la concurrence au sein du système bancaire : L'Etat se financera comme tout agent économique, limitant ainsi les revenus de seigneurage, et les banques ne seront plus soumis aux décisions de la direction du trésor. C'est le marché qui, en principe, est censé déterminer l'enveloppe du crédit à distribuer par le système bancaire.

Un contrôle purement administratif contraignant et répressif doit ainsi se substituer à un contrôle qualitatif mais exercé de plus en plus et davantage par Bank Al Maghreb et qui porte sur le respect des règles prudentielles. Le passage d'une situation à une autre ne s'est pas fait sans difficultés.

Malgré de nombreuses injonctions des autorités publiques, les banques ont continué à pratiquer des ententes, la clientèle des banques pouvant difficilement faire jouer la concurrence à son profit. En outre, le contrôle par la banque centrale n'a pas toujours atteint les objectifs souhaités. D'importants dysfonctionnements ont été observés notamment dans le cas de la BNDE, du CIH ...

Un approfondissement des réformes a ainsi été jugé nécessaire dans l'objectif de limitation du poids des créances, d'une amélioration de la qualité du contrôle exercé par la banque centrale et de la préparation des banques commerciales à faire face aux exigences de Bâle II.

3.1.2 L'évolution de la politique de distribution des dividendes au sein des entreprises marocaines entre la période 2005-2009.

Tableau 7: Les évolutions du Payout de 47 entreprises cotées à la BVC entre 2005-2009 (Voir annexe 2).

Malgré un contexte de crise et de ralentissement économique qui n'a pas manqué d'impacter leurs résultats en 2009⁸⁷, les sociétés cotées se sont montrées plutôt généreuses vis-à-vis de leurs actionnaires.

Elles ont distribué au titre de l'année 2009, 20 milliards de DH de dividendes, soit 1 milliard de plus que ce qui a été servi au titre de 2008.

⁸⁷ Article de la vie économique publié le 2010-04-19

Le contexte de crise de l'économie national, indexé au contexte international, et du marché boursier, a poussé les entreprises de la cote à maintenir un niveau satisfaisant de la distribution pour rassurer les investisseurs. Cette politique de maintien du niveau des versements a d'ailleurs bien fonctionné et des titres comme celui de Berliet Maroc ont gagné plus de 30% en quelques séances, uniquement parce que le dividende proposé est à un niveau attrayant.

Les dividendes distribués au titre de l'année 2009 représentent près de 61% des bénéfices réalisés par les sociétés cotées au titre de cette même année et qui s'élèvent à 32,8 milliards de DH. Ce taux de distribution est jugé faible par certaines sociétés de Bourse, étant donné que les dividendes représentaient plus de 70% des bénéfices durant les cinq dernières années. Cependant, ce taux de 60% est un taux de distribution qualifié d'exceptionnel dans certaines places boursières.

Pour expliquer la baisse de ce niveau de distribution en 2009 par rapport aux années précédentes, deux facteurs sont à mentionner : D'abord, les bénéfices de cette année sont dopés par des éléments non récurrents, notamment des cessions de participations de plusieurs milliards de DH, ce qui constitue un effet de base négatif. Ensuite, aucune introduction en Bourse n'est venue augmenter le dividende global de la cote au titre de 2009, alors qu'en 2008 et 2007 (dix introductions chaque année), le résultat distribué par les sociétés nouvellement introduites a sensiblement contribué au maintien d'un taux de distribution élevé.

Parmi les sociétés cotées en Bourse, onze n'ont pas distribué de dividendes cette année. La principale raison est la réalisation de déficits au titre de l'année 2009. En effet, Med Paper a affiché des résultats dans le rouge suite au coût élevé de son plan de restructuration. Fertima, Mediaco, et Involys, ont également enregistré des déficits en 2009, en raison d'une mauvaise conjoncture sectorielle ou de la constatation de charges non courantes. Pour leur part, Distrosoft et Matel n'ont pas distribué de dividende même si elles ont dégagé des résultats positifs et en hausse, et ce, conformément à leur projet de fusion. L'année 2009 pour d'autres sociétés, telle que Managem et la Samir, était une année de rééquilibrage de leur déficit de années antérieures.

3.1.3 Les orientations de la fiscalité marocaine en matière de financement des entreprises et de politique des dividendes.

La fiscalité marocaine du financement permet d'incarner la politique économique et financière de l'Etat aux décisions des entreprises en matière financière, ce qui incite l'Etat à mettre en place des mesures fiscales tantôt incitatives, et tantôt dissuasives, pour pousser les entreprises à consolider leur autonomie financière et à accroître leur capacité d'autofinancement.

En effet, le choix d'une structure financière de l'entreprise a un impact fiscal car les moyens de financement sont traités indifféremment par le droit fiscal. Cette disparité émane principalement de l'avantage fiscal dont bénéficient les intérêts financiers liés aux capitaux empruntés, alors que la rémunération des fonds propres (les dividendes) sont doublement imposés d'abord à l'impôt sur les résultats puis à l'impôt sur les distributions.

Nous exposerons dans ce qui suit les différentes disparités de la loi fiscale marocaine en matière de traitement des modes de financement, ce qui permet de favoriser un mode au détriment de l'autre, et appelle à des mesures fiscales équitables pour laisser aux entreprises l'embaras du choix.

3.1.3.1 La fiscalité du financement.

a/ Le financement par fonds propres

On distingue à ce niveau entre deux modalités de financement utilisées par les entreprises, l'autofinancement qui constitue un réinvestissement direct des bénéfices réalisés et l'augmentation du capital qu'elle soit effectuée par incorporation des réserves ou par apport de nouveaux capitaux.

- L'autofinancement

L'autofinancement est le fait pour une entreprise de financer son activité, et notamment ses investissements, à partir :

- de ses capitaux propres existants,
- de sa propre rentabilité (capacité d'autofinancement, réserves, plus value),
- de son épargne,
- et de ses amortissements.

Contrairement à d'autres financements (emprunt à la banque, emprunt obligataire) qui génèrent des intérêts qui peuvent être déduits en tant que charges, le coût des fonds propres (dividendes payés aux actionnaires), représente réellement un coût du fait que les dividendes restent taxés à l'impôt des sociétés avant toute distribution et ce, sans déduction possible. Mais pour s'autofinancer il faut avoir l'accord des actionnaires.

On considère généralement que l'autofinancement (dont le coût financier est égal aux dividendes versés aux actionnaires) est le plus sain de tous les moyens de financement. On peut toutefois objecter que, précisément parce que son coût se limite aux dividendes versés, il risque de détourner des ressources financières d'emplois qui seraient plus utiles, cela amène donc des coûts d'opportunité. Selon ce raisonnement, une entreprise ne devrait autofinancer que des projets dont la rentabilité est au moins égale au coût des capitaux propres, et remettre l'essentiel de ses bénéfices aux actionnaires sous forme de dividendes, ceux-ci arbitrant eux-mêmes entre les investissements possibles.

En effet, la capacité d'autofinancement d'une entreprise est composée des bénéfices qu'elle réinvestit en plus des amortissements et des provisions qu'elle constitue en franchise d'impôt. Les bénéfices réinvestis ont l'avantage de ne pas aggraver les charges financières de l'entreprise. Mais cet avantage se traduit au niveau fiscal par un manque à gagner dans la mesure où ces bénéfices n'entraînent aucune charge susceptible d'être déduite du bénéfice imposable de l'entreprise, et de réduire, par conséquent, l'assiette de l'impôt.

- Les bénéfices réinvestis

L'autofinancement n'apporte aucun allègement fiscal pour l'entreprise dans la mesure où le réinvestissement des bénéfices ne permet pas d'augmenter la rentabilité des fonds propres contrairement aux dettes. Il pénalise aussi les actionnaires qui verront leurs revenus baisser à cause d'une rétention des dividendes. Cependant, les actionnaires gagneront en dernier ressort puisque l'autofinancement permet d'une part, d'échapper à l'impôt de distribution, et d'autre part, de faire face aux besoins de croissance de l'entreprise et par conséquent participe à une amélioration de sa valeur à moyen et long terme.

Quant aux amortissements et provisions, sont des charges constatées en comptabilité mais ne donnant suite à aucun flux monétaire, et qui permettent, en conséquence une réduction notable de l'assiette de l'impôt sur les bénéfices.

- L'augmentation du capital :

Les conséquences fiscales diffèrent selon les deux possibilités offertes aux entreprises pour consolider leurs capitaux propres. En effet, les entreprises ayant capitalisé des réserves pendant une période déterminée peuvent les incorporer au capital social, Elles peuvent aussi procéder à des augmentations de capital par appel aux capitaux externes dans le cadre d'une politique d'expansion ou lorsque des pertes successives ont pillé la situation nette de l'entreprise.

- L'incorporation des réserves

Les réserves sont des «bénéfices affectés durablement à l'entreprise jusqu'à décision contraire des organes compétents». Ces bénéfices que sont les réserves sont des flux internes de financement dégagés et conservés par une entreprise pour la consolidation de ses capitaux Propres.

Dans les sociétés par actions et les sociétés à responsabilité limitée (SARL), une fraction de 5% du bénéfice doit obligatoirement être prélevée pour être affectée à un compte de réserve appelé «réserve légale». Cette réserve légale donne une certaine assurance aux créanciers de l'entreprise par le fait qu'elle constitue un «patrimoine minimal ». La loi interdit de la distribuer ou de l'utiliser pour racheter des actions ou autres parts sociales. Par contre, elle l'autorise à être incorporée au capital ou encore d'être compensée avec des pertes lorsqu'il n'existe pas d'autre réserve pour imputer ces pertes. Le plafond de cette réserve légale cesse d'être obligatoire lorsque cette dernière atteint un seuil de 10% du capital social.

Les réserves statutaires ou contractuelles sont quant à elles, des réserves dont le montant de la dotation est rendu obligatoire par les statuts de la société. Ensuite, viennent les «réserves réglementées» dont le montant de la dotation est une condition primordiale dans l'attribution de certaines subventions d'investissement.

Les bénéfices mis en réserves constituent une importante source pour l'alimentation des capitaux propres des entreprises. L'incorporation de ces réserves au capital donne lieu à la distribution des actions ou parts sociales gratuites aux associés.

Cette distribution n'est en fait, soumise à aucun impôt de distribution ni à l'impôt sur les revenus. Et la seule obligation fiscale est de s'acquitter des droits d'enregistrements liés à l'augmentation du capital de l'entreprise.

- Les réserves spéciales: Ce sont des réserves fiscales autorisées pour permettre aux entreprises d'augmenter leur capacité d'autofinancement. C'est le cas des réserves provenant des plus values réalisées sur les cessions d'éléments d'actifs que l'entreprise s'engage à réinvestir à moyen terme. L'exonération de ces plus values de l'impôt sur les sociétés est justifiée par le fait que les disponibilités correspondantes sont destinées à être réinvesties pour augmenter le potentiel productif de l'entreprise. D'autres plus values à long terme peuvent bénéficier d'une exonération temporaire à l'instar des de celles provenant de la transformation du statut juridique de l'entreprise ou de fusions de sociétés. Ces plus values dont l'imposition s'étale sur plusieurs exercices constituent une source quasi-stable d'autofinancement.

- la réserve spéciale de réévaluation : est une source d'autofinancement dans le sens où elle crée de nouvelles marges d'amortissement. Cependant, la réévaluation libre du bilan présente des inconvénients fiscaux car les plus values dégagées sont automatiquement intégrées au résultat fiscal sans même bénéficier du régime exceptionnel d'imposition des plus values. C'est pourquoi la réévaluation des bilans est recommandée pour les entreprises ayant cumulé d'importants déficits et qui peuvent affecter l'écart de réévaluation pour l'absorption des pertes antérieures. Les entreprises bénéficiaires n'ont aucun Intérêt financier à réévaluer librement leurs bilans.

- L'augmentation du capital par apports externes

Lorsque les ressources internes ne sont pas suffisantes pour couvrir les besoins de l'investissement, l'entreprise peut encore renforcer ses fonds propres en recourant à une augmentation de capital. Cette opération peut être réalisée soit par les associés en place soit par de nouveaux associés. Elle peut donner lieu à des apports en numéraire ou en nature.

En général, lorsqu'il y a apport en société, cela se traduit par un transfert de propriété. Au regard du Droit fiscal, l'opération est imposable aux droits d'apport, voire même à la TVA lorsqu'il s'agit d'un stock de marchandises. Les mêmes règles sont, en principe, applicables comme dans le cas d'une constitution de société.

Cependant des régimes dérogatoires et/ou temporaires sont parfois prévus pour faciliter la restructuration des entreprises.

Dans le cas d'une augmentation en numéraires, l'impact fiscaux est réduit au droit proportionnel lié à l'enregistrement du capital au nom de la société. L'apport en nature peut, paradoxalement, entraîner d'autres incidences fiscales liées aux plus values réalisées sur les biens apportés. Il faut, cependant, distinguer entre l'apport normal et l'apport de l'actif d'une entreprise.

Dans le cas d'un apport normal, le régime appliqué est celui des plus values réalisées à la suite d'une vente. Si le bien est un élément du patrimoine professionnel de l'apporteur ou s'il est apporté par une société, l'imposition des plus values de cession des immobilisations est alors applicable.

Dans le cas d'apport total d'une entreprise, opération qui s'interprète comme une fusion ou une absorption, la taxation de la plus value bénéficie d'un régime favorable⁸⁸ lié au processus d'encouragement des transmissions et de restructuration des entreprises.

Ainsi, en cas de fusion de société, le droit fiscal marocain prévoit-il une exonération des plus values de cession si un certain nombre de conditions sont, à la fois, respectées par la société absorbée et la société absorbante.

Il s'agit, entre autres, de l'engagement de la société absorbante de reprendre à son passif l'ensemble des provisions régulièrement constituées ainsi que la réserve spéciale de réévaluation que peut constituer éventuellement la société absorbée. Elle doit aussi reprendre dans ses bénéfices imposables les profits nets après abattements réalisés sur les apports des éléments d'actif. L'imposition de ces plus values dépend, toutefois, de la structure de l'actif de la société absorbée. Si la valeur des terrains (construits ou non) est supérieure ou égale à 75% de la valeur de l'actif, la totalité des plus values doit être réintégrée au titre du premier exercice clos après opération de fusion.

Quand le pourcentage de 75% n'est pas atteint, seules sont concernées par la réintégration les plus values réalisées sur les immobilisations amortissables et les titres de participation. Dans ce dernier cas, l'imposition des plus values réalisées peut être étalée sur une période de 10 ans. Une telle discrimination dans le processus d'imposition est justifiée par le simple souci du législateur de ne pas favoriser des opérations de spéculation immobilières.

L'avantage fiscal n'est ressenti que lorsque la proportion de la valeur des terrains n'est pas prépondérante au sein de l'actif de l'entreprise (inférieur à 75%).

D'autre part, les apports en société se traduisent par l'émission de nouvelles actions ou parts sociales, et qui ont généralement une valeur nominale inférieure à la valeur réelle.

La différence est une prime d'émission payée par les nouveaux arrivés. Cet excédent est assimilé à des réserves et ne pourra donner lieu à aucun droit d'apport lors d'une incorporation de ces réserves au capital de la société puisque la taxation est intervenue au moment de l'émission initiale des titres.

L'autofinancement permet, désormais, d'éviter l'impôt de distribution et l'augmentation du capital fait souvent l'objet d'incitations fiscales dont le caractère est souvent temporaire.

Néanmoins, cet avantage peut être contrebalancé par le fait que le financement par fonds propres ne modifie en rien les charges déductibles de l'entreprise et ne permet, par conséquent, aucune réduction du bénéfice imposable de l'entreprise.

b/ La fiscalité du financement par fonds externes :

La diversité des moyens de financement offerts par le marché des capitaux aux entreprises n'influence en rien les spécificités de chaque modalité de financement, et qui peuvent la rendre plus ou moins attractive que les autres.

Nous pouvons distinguer, à cet égard, entre les emprunts auprès des associés d'une part et les Prêts consentis par des tiers d'autre part.

⁸⁸ régime régi par l'article 20 de la loi relative à l'impôt sur les sociétés.

En effet, le recours au fonds d'emprunts peut prendre des formes diverses. A coté de l'emprunt classique auprès des institutions financières (banques et établissements de crédits) il existe aujourd'hui un embarras du choix pour satisfaire les besoins de financement des entreprises et les aider à choisir les moyens les plus adaptés.

- La fiscalité des fonds empruntés :

L'importante caractéristique que présente le recours à des capitaux empruntés est que cette opération génère des intérêts fiscalement déductibles pour l'entreprise emprunteuse à l'encontre des remboursements des capitaux qui ne peuvent faire l'objet d'une déduction.

Ces charges financières, considérées comme des frais d'exploitation, s'entendent de l'ensemble des frais afférents liés à cet emprunt. Et on peut les scinder en deux catégories de charges, à savoir : les intérêts financiers considérés comme le loyer de l'argent payé au prêteur, et l'ensemble des autres charges financières diverses liées à l'opération de l'emprunt tels les commissions, assurances, frais de gestion...

Cependant, et pour bénéficier de la déductibilité fiscale des intérêts, il faut remplir quelques conditions qui tiennent à la fois à la nature de la dette et aux caractéristiques de la charge financière elle-même.

En effet, les frais financiers sont soumis à certaines restrictions. Ils doivent avoir le caractère d'intérêt et être liés à l'exercice comptable de leur déduction.

Les intérêts s'entendent comme le loyer de l'argent. Il ne faut cependant inclure dans cette rubrique ni les remboursements du capital, ni le paiement fractionné du prix d'achat d'un bien acquis par l'entreprise. En plus, et comme toute charge, les intérêts financiers doivent être liés à l'exercice de leur engagement, et doivent être déductibles au titre de l'exercice au cours duquel ils ont couru ou sont échus.

Concernant les frais liés à l'emprunt, et qui rémunèrent les différents services rendus par les tiers (les commissions, assurances, frais de gestion...), ces frais bénéficient de la déductibilité fiscale. Les entreprises peuvent les rapporter à l'exercice pendant lequel elles ont été engagées ou les amortir sur un ensemble d'exercices en les considérant comme des frais d'établissement. Néanmoins, il existe des frais pour lesquels la déductibilité fiscale n'est pas toujours évidente. Il s'agit principalement des primes d'assurance vie liées aux contrats d'emprunts et aux opérations de cautionnement des dettes.

Quant aux conditions afférentes à la nature de la dette sont au nombre de trois et concernent à la fois l'origine des capitaux, leur utilisation et la preuve de la dette.

- les fonds empruntés doivent être procurés par des tiers. En effet, l'entreprise, ayant une personnalité juridique indépendante, peut faire appel à n'importe quelle autre personne physique ou morale pour s'endetter. Cela exclut, bien évidemment, les entreprises individuelles et les sociétés de personnes pour les sommes avancées en compte courant respectivement par l'entrepreneur unique ou le principal associé. La raison en est que ces deux catégories de personnes ne constituent pas des tiers pour ces entreprises qui sont imposables en leurs noms et ont des personnalités juridiques confondues avec les leurs.

- quant à la destination ou l'utilisation de ces capitaux empruntés, ils doivent être utilisés dans l'intérêt de l'exploitation pour pouvoir bénéficier de la déductibilité des frais financiers. Et ceci quelque soit la nature de la dette, financière auprès des banques et/ou des associés, ou commerciale auprès des fournisseurs. Et enfin, il faut que les dettes soient dûment justifiées et comptabilisées pour éviter toute utilisation de l'emprunt pour le compte de d'autres personnes ou opérations non liées à l'exploitation.

- La fiscalité de l'emprunt obligataire :

Les entreprises qui sont autorisées à émettre des emprunts obligataires⁸⁹ supportent deux catégories de charges: les intérêts proprement dits, et les frais accessoires de l'emprunt.

Les intérêts sont déductibles dans la mesure où ils sont courus et échus à la fin de l'exercice.

Les autres frais occasionnés par l'emprunt obligataire sont généralement des frais de publicité et d'émission de l'emprunt assimilables à des frais de premier établissement à l'instar des frais d'augmentation du capital. L'entreprise dispose, à cet égard du choix de les déduire au titre de l'exercice de leur engagement ou les amortir sur plusieurs exercices (cinq au maximum).

Les entreprises peuvent proposer aussi des emprunts obligataires rémunérés non pas par des intérêts mais par des plus values, ce qui peut se traduire par un avantage fiscal indéniable pour les porteurs de ces titres du fait du traitement fiscal privilégié réservé aux plus values de cession.

Ainsi, distingue t-on entre trois types d'obligations dites à prime:

- Les obligations émises en dessous du pair et remboursables à leur montant nominal, la différence constitue une prime d'émission.
- Les obligations émises au pair et remboursables pour un montant plus élevé, la différence est une prime de remboursement.
- Les obligations émises en dessous du pair et remboursable pour une valeur supérieure à leur valeur nominale. Elles sont dites à double prime.

Ces primes d'émission et de remboursements sont comptabilisées au bilan au niveau de l'actif au poste «Primes de remboursement des immobilisations »⁹⁰. Elles sont donc fiscalement déductibles au même titre que les autres immobilisations en non-valeurs.

- La fiscalité des comptes courants d'associés.

Les avances en compte courant par les associés considérées juridiquement comme des dettes vis-à-vis de la société est une pratique répandue qui comporte de nombreux avantages, aussi bien pour la société elle-même que pour les associés prêteurs.

En effet, cette méthode simple, nécessitant très peu de formalités administratives constitue à la fois un mode de financement efficace pour la société et un placement financier intéressant pour les associés.

Ainsi, ce système présente pour la société une plus grande souplesse, puisqu'il ne nécessite pas de modification du statut social de la société (contrairement à une augmentation du capital social). Il s'accompagne en outre de très peu de formalités, ce qui n'est pas négligeable.

Aussi, l'avantage majeur de l'utilisation des avances en compte courant d'associé par la société est que celle-ci aura la possibilité de déduire les intérêts versés aux associés de ses bénéfices imposables (dans certaines conditions⁹¹ que nous détaillerons ci-dessous).

- La libération du capital social : La déduction des intérêts versés aux associés en raison de leurs avances en compte courant par la société ne peut être effectuée que si le capital social de celle-ci a été totalement libéré. (C'est à dire souscrit et versé entièrement par les associés.). L'exigence de cette condition de libération du capital est très logique et compréhensible puisqu'en présence d'un capital partiellement libéré, la rémunération d'un compte courant d'associé peut être interprétée comme un acte de mauvaise foi visant principalement à fuir l'impôt par une réduction du bénéfice imposable.

⁸⁹ Sont les sociétés cotées qui justifie d'un capital de 30millions de dhs selon la loi de 1993 portant réforme de la BVC.

⁹⁰ Compte 213 subdivision du compte 21 immobilisations en non-valeur.

⁹¹ Toutes les entreprises sont concernées par les restrictions sus mentionnées qu'elles soient des entreprises individuelles ou des sociétés de personnes imposables à l'IGR professionnel, ou des sociétés de capitaux soumises à l'IS.

- Le taux de rémunération : La seconde condition est liée au taux rémunérateur. Il s'agit de fixer un maximum pour les intérêts alloués aux associés au titre de leurs comptes courants. La limite était arrêtée au taux pratiqué par Bank AI Maghreb pour le réescompte des effets privés à court terme augmenté de deux points. Depuis le 1^{er} janvier 1998, le taux à respecter par les entreprises est fixé par arrêté du ministère des finances par référence au taux de base pratiqué pour la rémunération des bons de trésor.

- Montant maximal des avances en compte courant : Ce montant du compte courant portant intérêts déductibles ne peut être supérieur au montant du capital social. Le montant du capital à retenir est celui du capital nominal tel qu'il ressort des documents sociaux, abstraction faite des pertes subies, des bénéfices réalisés ou de réserves de toute nature. Cependant, cette limitation ne s'applique pas lorsque l'avance en compte courant est consentie par la société mère, ni lorsqu'il s'agit de comptes courants bloqués.

Malgré ces restrictions, le financement par compte courant reste l'un des modes les plus préférés et utilisés par les entreprises et par les associés grâce à la souplesse qu'il présente. En effet, et en dehors d'une convention de blocage, les fonds, tout en étant rémunérés, restent à la disposition de l'associé qui peut les retirer à n'importe quel moment. Toutefois, dans certains cas, les comptes courants d'associés peuvent être bloqués pour quelques années en garantie d'un prêt bancaire. L'entreprise peut les considérer dans ce cas comme des fonds d'emprunts à moyen et long terme, alors que les banquiers les assimilent souvent à des quasi-fonds propres. Le financement par comptes courant d'associés est préférable à l'augmentation de capital puisqu'il n'engendre aucun risque de changement de majorité au sein de l'entreprise plus qu'il produit des intérêts fiscalement déductibles, ce qui avantageux par rapport aux dividendes dont la déductibilité n'est pas permise par la fiscalité marocaine.

- La fiscalité du crédit inter-entreprises :

C'est un crédit que les entreprises s'accordent entre elles implicitement à travers les délais de paiement consenti par une entreprise à ses clients. C'est une source de financement qui peut être importante mais qui n'est pas sans risque, car contrairement aux banques, les entreprises ont des capacités assez faibles de mesurer la solvabilité de leurs clients à qui elles accordent des délais de paiement. C'est un des éléments du besoin en fonds de roulement⁹².

La particularité de ce mode de financement est qu'il soulève, plus que n'importe quel autre moyen de financement externe la question de la normalité de l'acte de gestion⁹³.

En effet, les relations financières entre les entreprises peuvent donner des abus sous forme de transfert de bénéfices.

Dans le cas d'entreprises indépendantes, tout acte gratuit peut prêter à des soupçons, car c'est un prêt sans contrepartie. Le taux que l'administration fiscale considère généralement pour les intérêts financiers est celui pratiqué sur le marché des crédits pour des durées semblables et par référence au taux de base de Bank AI Maghreb.

La fiscalité des prêts entre entreprises appartenant au même groupe a, toutefois, des conséquences différentes selon que les relations financières au sein de ce groupe sont habituelles ou bien dépassent la cadre de l'acte normal de gestion.

⁹² Définition page 265 du Vernimmen 2010.

⁹³ C'est l'un des six principes mis en œuvre pour instaurer une gestion fiscale de l'entreprise. Pour plus de détails voir S.M. RIGAR « Essai sur la pratique de la gestion fiscale dans les entreprises marocaines » Mémoire de DES, Faculté de Droit, Rabat_Agdal, 1997, pp4-7.

- Le cadre fiscal des subventions:

Une subvention est, une aide financière, que les entreprises peuvent se procurer auprès des tiers, et constituent un moyen de financement pour financer aussi bien le cycle d'exploitation, que le cycle d'investissement. La société bénéficiaire doit les inclure dans son résultat imposable, sauf dans les cas où la réglementation fiscale prévoit leur répartition sur plusieurs exercices. Il en est de même pour les subventions d'équipement accordées par les pouvoirs publics dans le cadre de la promotion de la création d'entreprise ou de soutien aux programmes de recherche-développement.

- La fiscalité du leasing :

Le crédit bail est une autre technique de financement dont disposent les entreprises pour réaliser leurs programmes d'investissement. Cette technique consiste pour l'entreprise à acquérir des immobilisations à travers un contrat de crédit-bail. En effet, c'est une location avec possibilité de rachat à l'expiration de la durée du contrat, en contrepartie de redevances de loyers.

Ces redevances sont désormais, des charges déductibles du résultat imposable. L'avantage de cette technique sur le plan financier, est que le crédit bail permet un financement jusqu'à 100% du montant de l'investissement, et dispense par conséquent, l'entreprise de l'utilisation de ses fonds propres ou de recourir à l'endettement.

D'un autre côté, l'entreprise finance l'investissement par produit de l'exploitation, du fait que les redevances sont versées au fur et à mesure que l'immobilisation louée est utilisée.

Sur le plan fiscal, les loyers payés sont des charges déductibles comptabilisées en frais généraux, permettant ainsi une déduction plus rapide des charges que lors de la pratique de l'amortissement normal en cas d'acquisition des immobilisations.

En fin de bail, le bien loué est évalué à une valeur résiduelle. L'entreprise a le choix entre la restitution du bien ou la levée de l'option d'achat prévue dans le contrat. Le bien loué reste la propriété de la société du crédit bail, l'entreprise locatrice n'est, donc, pas autorisée à constater des amortissements. En revanche, elle a le droit de déduire les redevances versées comme charges d'exploitation. Cette possibilité de déduction est avantageuse pour l'entreprise lorsque la durée du bail est inférieure à la durée normale d'amortissement.

L'administration peut intervenir à ce niveau pour éviter tout abus de droit, surtout si la durée prévue par le bail est sans commune mesure avec la durée normale d'amortissement. Le but serait d'assurer une certaine neutralité fiscale entre les différents moyens de financement. Une telle attitude peut être assimilée par l'entreprise à une vente à tempérament, les loyers versés, considérés alors comme des acomptes du prix, ne seront pas déductibles fiscalement puisqu'ils se traduiront par une augmentation de l'actif de l'entreprise. Ainsi, la solution serait, pour éviter tout abus de droit, de prévoir que la durée du contrat du bail serait comparable à la durée normale d'amortissement pratiquée par la société de leasing pour amortir le bien loué.

Il est à noter enfin que le crédit bail est soumis à la TVA, exigible au moment des paiements des redevances. Cette TVA, au taux de 20%⁹⁴ est récupérable si l'opération porte sur un bien ouvrant droit à déduction.

Les distorsions de la fiscalité marocaine en matière de financement a largement encouragé le recours des entreprises à l'endettement au détriment des fonds propres. En fait, le levier de la dette et la comptabilisation des frais des emprunts parmi les charges d'exploitation des entreprises sont à l'origine des avantages comptables et financiers en faveur du recours à des fonds d'emprunt avant même qu'il soit un avantage fiscal. Cet avantage a noué un lien très étroit entre les stratégies de financement des entreprises et les considérations fiscales.

⁹⁴Le code général des impôts 2009.

Ainsi, la déductibilité des intérêts et la double imposition des dividendes ont consenti un avantage considérable au profit des fonds empruntés, et à encourager le recours des entreprises au financement externes sous ses différentes formes.

Néanmoins, le fait qu'une entreprise s'endette la condamne à payer des frais financiers fixes indépendamment du niveau des résultats, contrairement au financement propre qui est exempt de toute charge fixe. D'autant plus qu'il a été démontré que la volatilité des bénéfices est moins importante chez les entreprises qui recourent de moins en moins à la dette.

3.1.3.2 La fiscalité des dividendes.

La double imposition des dividendes en matière de la fiscalité des actionnaires et la déductibilité des intérêts financiers de la dette, constituent les deux principales distorsions qui avantagent cette dernière au détriment des fonds propres.

D'autre part, la législation fiscale a tendance à privilégier la réalisation de plus-values. Les dividendes sont généralement plus fortement imposés que les plus-values réalisées en capital, que certains préconisent une absence totale de versement de dividendes.

En effet, bien que les bénéfices, qui sont à l'origine des versements de dividendes, soient soumis à l'impôt sur les sociétés, les bénéficiaires des dividendes seront ensuite soumis au paiement d'un prélèvement fiscal. Cette double taxation économique des dividendes et par rapport à la taxation des plus-values, rend ces derniers privilégiées par les investisseurs.

Les dividendes sont alors, désavantagés fiscalement par rapport aux plus-values en capital. Cependant, nous remarquons que les entreprises continuent tout de même à verser des dividendes réguliers. Dès lors, nous pouvons se demander s'il existe réellement un effet fiscal en matière de dividendes.

Une première explication réside dans le fait que les investisseurs ne sont pas tous taxés comme des particuliers. De plus, les entreprises ne seront pas non plus imposées de la même façon que les particuliers⁹⁵. En effet, pour ces derniers, la différence d'imposition n'est pas aussi importante, et leurs stratégies optimales dépendront surtout de leur horizon de placement. Le facteur temps est un élément primordial en matière d'optimisation fiscale.

Par ailleurs, la politique de dividendes d'une entreprise détermine, dans une certaine mesure, son type d'actionnariat. On parle des effets clientèle en matière de portefeuille d'actions. Ainsi, selon les tendances et aversions des investisseurs par rapport à la distribution de dividendes (minimale, maximale ou moyenne), ces derniers investissent dans une entreprise ou dans l'autre.

Allen et Michaely (2001) se sont basés sur des informations collectées auprès de la banque Centrale américaine et du Ministère des finances américain, pour déterminer la part des dividendes qui a été versée aux particuliers ainsi que l'impact fiscal de ces versements.

Ils ont remarqué que dans la plupart des cas, ce sont des particuliers qui étaient les premiers bénéficiaires des dividendes versés par les sociétés. Or, ceux-ci subissent une imposition particulièrement lourde. Les résultats de leur étude montrent que les investisseurs les plus fortement imposés sur les dividendes continuent d'investir dans des titres générateurs de dividendes élevés et surtout payer de fortes taxes sur ceux-ci. Chose qui ne devrait pas arriver selon la théorie sur l'effet de clientèle.

D'autre explication tient au fait que les investisseurs ne constituent pas leurs portefeuilles sur la seule variable fiscale, ils considèrent également le taux de rentabilité et le risque des actifs. A la limite, ils vont construire un portefeuille d'actions avant tout en fonction du couple risque/rentabilité, et ensuite seulement vont-ils en considérer les impacts fiscaux.

⁹⁵ Voir *infra*.

Brennan (1970)⁹⁶ était l'un des premiers à avoir modélisé ces interconnexions entre le risque, la rentabilité et l'impact fiscal du taux de rendement des dividendes.

- Le modèle de Brennan (1970)

Il propose une version particulière du CAPM (Capital Asset Pricing Model) qui montre que pour un niveau de risque donné, une distribution généreuse en dividendes devra résulter en un rendement attendu d'autant plus élevé que la différence d'imposition entre dividendes et gains en capital est grande.

Le modèle de Brennan peut s'écrire comme suit :

$$E(R_{it} - R_{ft}) = c_1 + c_2 \beta_{it} + c_3 (d_{it} - R_{ft})$$

R_{it} : taux de rentabilité (ou rendement) de l'action i à la date t ;

R_{ft} : taux d'intérêt sans risque à la date t ;

β_{it} : Coefficient de risque systématique de l'action i à la date t ;

d_{it} : taux de rendement du dividende de l'action i à la date t .

Dans ce modèle, une constante c_3 positive signifierait que les investisseurs exigent un rendement plus élevé sur des actions qui offrent un taux de rendement du dividende plus important. Ce rendement supplémentaire aurait pour but de compenser le désavantage fiscal qui est associé à ces dividendes supplémentaires. En d'autres termes, deux actions de même risque systématique n'offriront le même rendement qu'à condition d'avoir également le même taux de rendement du dividende. Et le fait de trouver une constante c_3 statistiquement positive serait donc interprété comme un signe qu'il existe bel et bien un effet fiscal qui désavantage les dividendes par rapport aux plus-values en capital.

Ce modèle a fait l'objet de plusieurs validations empiriques. Pourtant, leurs conclusions ont été significativement contradictoires⁹⁷.

De manière générale, la préférence des investisseurs pour les dividendes peut être due à une valeur propre aux dividendes qui, dans certains cas, dépassent le coût fiscal qui leur est associé. Ceci s'explique également par le fait que d'autres acteurs entrent en jeu pour déterminer le choix d'un portefeuille outre que la variable fiscale. Miller et Scholes (1982) suggérèrent que cet effet fiscal pouvait être compensé en partie par d'autres imperfections du marché, en particulier les problèmes d'asymétrie d'information⁹⁸.

- Les mesures fiscales marocaines en matière de dividendes et plus-values⁹⁹:

Les entreprises marocaines qui cherchent des moyens de financement, ne sont pas les seules à connaître des disparités fiscales lors de leur financement. Ces dernières touchent également même les rémunérations allouées aux actionnaires/investisseurs que ce soit les produits des titres de propriétés ou encore les titres de créances.

En effet, le produit de ces deux types de titres ainsi que les plus-values réalisées sur les cessions des actions, ne sont pas traités équitablement par le législateur fiscal, chose qui impacte les décisions de placements financiers des investisseurs et favorise une décision au détriment de l'autre.

⁹⁶ BRENNAN.M (1970) : " Taxes, Market Valuation and Financial Policy", *National tax Journal*, vol 23;

⁹⁷ L'étude de Black et Scholes (1974), de Litzenberger et Ramaswamy (1979,1980).

⁹⁸ Voir supra : les dividendes et la théorie d'agence.

⁹⁹ KASRAOUI. M : « Gestion fiscale de l'entreprise marocaine, conseils et cas pratiques » Editions cabinet KESRAOUI, 2003.
- la loi fiscale de l'année 2010.

- le site de la bourse des valeurs de Casablanca

Les intérêts, qui rémunèrent les fonds empruntés et qui sont déductibles du résultat fiscal (avantage fiscal pour l'entreprise), sont considérés comme des revenus de placements fixes et imposables sous un régime spécial. En effet, ce régime prévoyait que les produits des placements à revenu fixe (prêts, titres de créances, obligations, comptes bancaires bloqués, bons de caisse) perçus par des personnes morales résidentes sont soumis à la retenue à la source au titre de l'IS au taux de 20% ou 30% selon que la personne décline ou non son identité (10% pour les personnes non-résidentes).

Alors que les produits de placements à revenu fixe perçus par les personnes physiques résidentes sont imposés par voie de retenue à la source de l'IR au taux de 20 ou 30% selon que la personne décline ou non son identité (10% pour les non résidentes).

Les dividendes qui rémunèrent les titres de propriété sont considérés fiscalement comme la rémunération du capital et représentent la partie du bénéfice mise en distribution. Et puisqu'ils ne constituent pas une charge déductible du résultat imposable, ils supportent, par conséquent, l'impôt sur les bénéfices. Lorsqu'ils sont mis en distributions, les dividendes sont taxés une seconde fois à la Taxe sur les produits des actions (TPA), retenue à la source par les entreprises distributrices et versées directement au perceuteur des impôts. Cet impôt, qui était de 15% lors de son institution, a été ramené à 10% en 1993 et réduit à 5% pour les sociétés cotées à la bourse des valeurs avant d'être unifié une seconde fois en 1998 en un seul taux de 10%.

En effet, les produits des placements à revenu variable (produits des actions et revenus assimilés) perçus par les personnes morales résidentes ou non, sont exonérés à raison de 100% de l'IS, et ce pour éviter la double imposition afin d'encourager les participations croisées inter entreprises pour inciter ces dernières à investir leurs excédents de liquidité dans d'autres entreprises. Alors que ceux perçus par des personnes physiques qu'elles soient résidentes ou non sont imposable à l'IR par voie de retenue à la source au taux de 10%.

Il apparaît, en général, que la situation fiscale de l'actionnaire est plus avantageuse qu'avant par rapport à celle du prêteur et ce grâce à la réduction du taux de l'impôt de distribution qui est devenu de 10% pour les produits des actions et de 20% et 30% pour les intérêts provenant des placements à revenu fixe. Quant aux sociétés qui perçoivent des dividendes d'autres sociétés, elles sont totalement exonérées de l'impôt de distribution, et bénéficient d'un abattement de 100% au titre des produits de participation. Ainsi, et en évitant la double imposition des de leurs bénéfices, le législateur vise à encourager les participations croisées entre les entreprises.

Le régime fiscal marocain en matière d'imposition des profits de capitaux mobiliers, des actionnaires ou porteurs de parts des OPCVM distingue également entre :

- Les personnes morales soumises à l'IS ; et
- Les personnes physiques soumises à l'IR.

Tableau 8 : La fiscalité des valeurs cotées pour les personnes physiques (Voir annexe 3).

- Cas des personnes morales soumises à l'IS : Les plus-values de cession des actions et parts d'OPCVM :

Les profits sur cession des actions cotées et parts d'OPCVM d'actions, réalisés par les personnes morales résidentes sont inclus dans l'assiette d'imposition à l'IS dans les conditions suivantes :

- Plus values constatées en cours de l'exploitation bénéficient d'un abattement de :
 - 0% si la durée écoulée entre l'année d'acquisition de l'élément cédé et l'année de sa cession est inférieure à 2ans ;
 - 25% si ce délai entre acquisition et cession est supérieur à 2ans et inférieur ou égal à 4ans ;
 - 50% si ce délai est supérieur à 4ans et inférieur ou égal à 8ans ;
 - 70% si ce délai est supérieur à 8ans.

- Exonération totale si la société s'engage à réinvestir, dans les 3ans suivant l'expiration de l'exercice de cession, la totalité du produit net global de la cession, en bien d'équipement ou en immeubles réservés à l'exploitation, et doivent être gardés à l'actif pendant une durée de 5ans. Dans le cas du non respect de ces conditions, la plus value est rapportée à l'exercice de cession au prorata des sommes non réinvesties ou du prix d'acquisition en prenant en considération les abattements prévus par la loi.

Plus values constatées en fin d'exploitation :

- 50% si la société est constituée depuis 4ans au moins et moins de 8ans ;
- 2/3 si cette durée est supérieure ou égale à 8ans.

Les profits sur cession des actions ou parts sociales des OPCVM réalisés par les personnes morales non résidentes sont exonérés dudit impôt.

- Cas des personnes physiques soumises à l'IR : Les plus-values sur cessions des actions et parts d'OPCVM :

L'imposition se fait :

- Au taux de 10% pour les profits nets des cessions d'actions ou parts d'OPCVM dont l'actif est investi en permanence à hauteur d'au moins 60% d'actions et autres titres de capital. Le prélèvement à ce taux est libératoire de l'IR ;
- Au taux de 20% pour les profits nets résultant des cessions d'actions ou parts d'OPCVM dont l'actif est investi en permanence à hauteur d'au moins 90% d'obligations et autres titres de créances. Ce prélèvement est libératoire de l'IR ;
- Au taux de 15% pour les profits nets résultant des cessions d'actions ou parts d'OPCVM qui ne relèvent pas des catégories d'OPCVM imposables à 20%. Ce taux est libératoire de l'IR.

Par contre, les plus-values de cessions d'actions ou parts d'OPCVM réalisés par les personnes physiques non résidentes ne sont assujettis à aucun impôt.

Ainsi, la taxe sur les profits de cession de valeurs mobilières et autres titres de placement et de créances (TPCVM) instituée en juillet 1999 par remplacement de la taxe sur les profits de cession des actions (TPCA) qui date de 1996¹⁰⁰, a aussi introduit des disparités fiscales en faveur des revenus des fonds propres en instituant le taux réduit de 10% pour les profits de cession des actions alors que les titres de créances (obligations et autres) sont imposables à 20%. Les titres diversifiés gérés par les OPCVM jouissent d'un taux intermédiaire de 15%.

Cette taxe réservée aux seules personnes physiques, est généralement retenue à la source, et elle est libératoire de l'IR. Ces avantages fiscaux illustrent l'intérêt que porte le législateur fiscal à l'encouragement des investissements en les titres de propriété des entreprises plutôt qu'aux titres de créances.

¹⁰⁰ Le taux de la TPCA était de 15%.

Conclusion

La combinaison des exigences de la gestion financière des entreprises avec les conséquences des lois et pratiques fiscales appliquées au financement des entreprises, a toujours et pour longtemps, favorisé les fonds d'emprunts par rapport aux fonds propres. Ceci s'explique par le fait que toute charge liée à l'exploitation, y compris les intérêts versés pour la rémunération des emprunts, est déductible du bénéfice imposable. Les dividendes, rémunérant les fonds propres ne constituent pas une charge de revenu, mais une utilisation de celui-ci, et par conséquence, ne bénéficie pas de cette déductibilité.

Une autre explication tient au fait que les structures juridiques des entreprises marocaines dissocient souvent le patrimoine des associés de celui de l'entreprise, ce qui les expose à la double imposition des bénéfices, d'abord chez l'entreprise à l'impôt sur les bénéfices et puis à l'impôt de distribution entre les mains des actionnaires.

A travers ces dispositions fiscales qui tendent à favoriser beaucoup plus l'endettement au détriment du financement propre, la gestion financière de l'entreprise se trouve dès lors, en péril, chose qui a poussé le législateur fiscal à mettre en place certaines dispositions qui consistent à rendre le financement propre plus attrayant pour les entreprises.

Ainsi, nous avons assisté ces dernières années à la réduction progressive de l'imposition des bénéfices des sociétés¹⁰¹ et qui est passé de 35% à 30%.

Une réduction du taux de l'IS appliqué au secteur financier de 39,6% à 37%, a été également instaurée par le législateur marocain avec application, au titre de l'IS, d'un abattement de 100% des dividendes de source étrangère perçus par les sociétés résidentes.

D'autres mesures en faveur des sociétés¹⁰² dont les titres sont introduits en Bourse ont été instaurées par l'article 8 de la loi de finances pour l'année budgétaire 2001 qui a institué une réduction temporaire de l'impôt sur les sociétés pour une durée de trois (3) ans, du 1er janvier 2001 au 31 décembre 2003, au profit des sociétés dont les titres sont introduits en bourse par ouverture ou augmentation de capital et a été modifié par l'article 7 de la loi de finances pour l'année budgétaire 2010 pour proroger cette disposition de trois (3) ans supplémentaires, allant du 1er janvier 2010 jusqu'au 31 décembre 2012.

Bénéficient de la réduction précitée les sociétés qui introduisent leurs titres en bourse par ouverture de leur capital et/ou par la cession d'actions existantes ou par augmentation de capital d'au moins 20% avec abandon du droit préférentiel de souscription.

Le taux de la réduction est fixé comme suit :

- 25% pour les sociétés qui introduisent leurs titres en bourse par ouverture de leur capital par la cession d'actions existantes ;
- 50% pour les sociétés qui introduisent leurs titres en bourse avec une augmentation d'au moins 20% de leur capital, avec abandon du droit préférentiel de souscription. Ces titres sont destinés à être diffusés dans le public concomitamment à l'introduction en bourse desdites sociétés.

Le gouvernement a également introduit des mesures incitatives¹⁰³ pour les entreprises qui seront installées dans la future place financière internationale de Casablanca, Casa Finance City (CFC). Ainsi les sociétés exportatrices de services ayant le statut CFC seront exonérées de l'IS, au titre de leurs ventes à l'export, pendant 5 ans avant d'être taxées à 8,75% par la suite.

Pour les sièges régionaux ou internationaux agréés, c'est un IS au taux de 10% seulement mais avec un seuil minimal de 5% de leurs charges de fonctionnement qui sera appliqué.

Et pour encourager l'installation des étrangers au Maroc, le taux d'imposition des revenus de capitaux mobiliers de source étrangère devrait être taxé à 15% au lieu de 30% auparavant.

¹⁰¹ Les dispositions de la loi fiscales 2008.

¹⁰² Dispositions de la loi de finances pour l'année budgétaire 2010.

¹⁰³ Article de la vie économique : « Les nouveautés fiscales de la Loi de finances 2011 » Publié le 18-10-2010.

3.1.4 Etat des lieux de la pratique de la gouvernance au sein des entreprises marocaines.

3.1.4.1 Etat des lieux de la gouvernance dans les entreprises marocaines.

Le gouvernement d'entreprise (corporate governance) concerne la gestion de la relation actionnaires-dirigeants. Selon Bancel (1997), « il propose un certain nombre d'outils de contrôle et d'incitation des dirigeants susceptibles de rétablir l'équilibre en faveur des différents groupes de partenaires (actionnaires, créanciers, salariés, etc.), d'aboutir à une répartition de la richesse créée plus équitable afin d'améliorer l'efficacité des firmes »¹⁰⁴.

Généralement, les pays cherchent à se référer aux principes élaborés et adoptés par l'OCDE en 1989. Ces principes ont été révisés en 2004 pour tenir compte des évolutions des contextes et des préoccupations exprimées par les pays.

Au Maroc, les discussions autour du gouvernement d'entreprise sont encore dans son début, car même le contexte d'entrepreneuriat se développe lentement et n'est pas encore mature que celui des pays qui ont avancé dans ce domaine. Ce retard est en effet, justifié par la confusion propriété / management qui caractérise notre économie dominée par les affaires personnelles, ce qui a limité le développement d'une culture de gouvernance transparente. S'ajoute à cette cause de retard celle d'absence de fonds de pension qui ont poussé au corporate governance et qui n'existent pas au Maroc qui se trouve toujours dans une phase de transition d'une économie de rente à une économie de marché.

Et afin de se lancer dans cette direction, et pour améliorer la compétitivité et la performance des entreprises, le législateur marocain a inséré dans le texte de la loi sur la SA (loi 17-95), entrée en vigueur en janvier 2001, des dispositions ayant trait au gouvernement d'entreprise. De cette manière, il a appelé l'ensemble des acteurs économiques marocains à entamer une réflexion sur ce sujet, et ce malgré les réticences exprimées par les dirigeants marocains quant au dispositif de sanctions que comportent les textes et dispositions sur le gouvernement d'entreprise.

Dans ce point, nous exposerons l'ensemble des démarches législatives et institutionnelles développées au Maroc pour instaurer et améliorer la gouvernance des entreprises, ainsi que l'état des lieux de sa pratique au sein des entreprises marocaines.

- L'environnement juridique et institutionnel de la gouvernance d'entreprise au Maroc¹⁰⁵

L'étude qui a été réalisée par la CGEM et le CIPE a montré que le Maroc dispose aujourd'hui d'un arsenal de textes juridiques relativement important relatif à l'environnement commercial et financier et aux acteurs économiques.

La plupart de ces textes -émis, amendés ou complétés depuis la grande réforme du marché financier initiée en 1993- incluent de façon explicite ou implicite des dispositions liées à la gouvernance d'entreprises, avec la création d'organes pouvant jouer un rôle spécifique dans ce domaine comme le CDVM par exemple.

L'ensemble des textes en vigueur susceptibles de contenir des dispositions sur la Gouvernance à savoir :

- Loi 17-95 relative à la Société Anonyme
- Loi 5-96 relative aux autres sociétés commerciales
- Loi n° 15-95 formant code de commerce

¹⁰⁴ BANCEL.F « La Gouvernance des Entreprises », Economica 1997.

¹⁰⁵ Rapport final de la confédération générale des entreprises du Maroc : « La gouvernance d'entreprises au Maroc » 2005.

- Dahir 1-93-211 amendé par la loi 52-01 relatif à la Bourse
- Dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993 relatif au CDVM, tel que révisé par la loi 23-01
- Dahir portant loi n° 1-93-213 du 21 septembre 1993 relatif aux OPCVM
- Loi n° 35-96 relative au dépositaire central
- Loi n° 26-03 relative aux Offres Publiques
- Loi n° 35-94 relative aux TCN
- Loi n° 1-74-447 relative à l'arbitrage commercial
- Loi n° 9-88 relative aux obligations comptables des commerçants
- Loi n° 10-98 relative à la Titrisation des créances hypothécaires
- Loi n° 15-89 réglementant la profession d'experts comptables et instituant l'ordre des Experts Comptables.

Les principaux textes qui traitent de façon explicite et directe le sujet de la gouvernance d'entreprise sont ceux émis après la grande réforme du marché financier de 1993. Ces textes se sont accompagnés de l'instauration d'organes spécialisés dans le marché financier tels que la société gestionnaire de la bourse, les sociétés de bourse, le CDVM, le dépositaire central (Maroclear), les OPCVM, etc.

Notre exposons dans ce qui suit les différents textes, ainsi que les organes qui les accompagnent sous l'angle de la gouvernance d'entreprise.

- Protection des actionnaires :

Les droits des actionnaires sont définis par le Dahir portant Loi 1-93-212, telle qu'amendée par la Loi 23-01 du CDVM, ainsi que par la Loi 17/95 relative aux SA.

De façon plus explicite, le CDVM a pour rôle de :

- Protéger l'épargne investie suivant les appels publics à l'épargne émis dans le marché financier ;
- Veiller à l'information pertinente des investisseurs afin de leur permettre de prendre des décisions en toute connaissance de cause ;
- Veiller au bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières en assurant la transparence, l'intégrité et la sécurité des transactions ;
- Veiller au respect des diverses dispositions légales et réglementaires régissant le marché financier.

Le CDVM a donc un rôle prépondérant en matière de contrôle d'application et de promotion des principes de bonne gouvernance dans les sociétés faisant appel public à l'épargne, ainsi que dans l'amélioration de la transparence du marché financier et de l'environnement de l'investissement.

Et avec l'entrée en vigueur de la nouvelle Loi 23-01 sur le CDVM, les pouvoirs de ce dernier ont été étendus donnant une force exécutoire à ses circulaires qui deviennent opposables aux tiers dès leur publication au Bulletin Officiel.

Selon l'Article 4-1, le contrôle du CDVM s'étend désormais à tous les acteurs du marché, incluant les sociétés de bourse, la société gestionnaire, le dépositaire central, les OPCVM, les gestionnaires de Fonds, etc.

Quant au dépositaire central (Maroclear), il est l'organe centralisateur qui assure la garde des titres, et en même temps le conseil et le contrôle en matière de respect des règles comptables.

Et depuis sa création en 1997, de grands progrès ont été réalisés en matière d'enregistrement et de sécurisation des transactions, avec élimination quasi totale des suspens. Les actions sont sécurisées et leur enregistrement centralisé selon un système de codification conforme aux standards internationaux.

- **La liberté de transfert des actions :**

Le CDVM et pour garantir le libre transfert des actions, exige que les sociétés cotées éliminent toute clause de limitation des transferts d'actions de leurs statuts. Cependant, la Loi 17/95 relative aux SA comporte des dispositions telles que la clause du droit de préemption qui limitent le transfert des actions enregistrées ou l'assujettir à l'approbation préalable des actionnaires (clause de droit d'agrément).

- **Le droit des actionnaires à l'information :**

En ce qui concerne le droit à l'information, les investisseurs ont le droit, en plus des informations semestrielles et annuelles qui font l'objet de publications obligatoires, d'obtenir des informations sur une société dont ils sont actionnaires, notamment la liste des actionnaires et la part que chacun détient dans le capital. Ces données sont actuellement publiées dans le site officiel de la bourse de Casablanca.

- **Le droit de vote des actionnaires aux assemblées :**

La Loi garantit à tous les actionnaires leur droit au vote aux assemblées ordinaires et extraordinaires. Toutefois, la Loi 17/95 relative aux SA permet aux sociétés d'exiger qu'un actionnaire détienne un minimum de dix actions afin de pouvoir participer aux assemblées générales annuelles ordinaires (AGO). Dans ce cas, les actionnaires minoritaires peuvent se regrouper pour rassembler le nombre d'actions requises. Et tout actionnaire a le droit d'être informé des droits de vote liés aux différentes catégories d'actions.

En ce qui concerne la libération et le droit de vote conféré par les actions, au moins 25 % du prix de souscription des actions en numéraire doit être libéré à l'émission, le reste dans un délai maximum de trois ans. Les actions non entièrement libérées sont cependant enregistrées et ont droit de vote. Au cas où la société décide de rembourser des actions, les actionnaires enregistrés peuvent recouvrer la valeur nominale de leurs actions. Ces actions remboursées (actions de jouissance) ne reçoivent plus de dividendes mais continuent à avoir droit de vote. Des droits de vote double peuvent être accordés par le Conseil d'Administration ou l'assemblée extraordinaire aux détenteurs d'actions entièrement libérées et enregistrées au nom du même actionnaire pendant deux ans au moins. Si elles sont vendues ou converties en actions au porteur, elles perdent leur droit de vote double.

Des actions préférentielles peuvent être émises si la société a enregistré des résultats positifs et distribué des dividendes les deux années précédentes ; le dividende préférentiel est cumulatif. Durant la liquidation, ces actions ont priorité sur les actions régulières. Elles n'ont pas le droit de vote ni le droit de participer à l'AGO, mais acquièrent ces droits si aucun dividende n'a été distribué pendant trois ans. La Loi 17/95 relative aux SA a introduit les certificats d'investissement sans droits de vote. Pour chaque certificat d'investissement, un droit de vote correspondant est émis.

Le droit de vote ne peut être vendu qu'avec un certificat d'investissement ou au détenteur d'un certificat d'investissement.

- **Répartition des bénéfices (dividendes) :**

Une fois les comptes de la société sont approuvés par l'AGO, le Conseil d'Administration annonce la distribution des dividendes aux actionnaires. Dans le cas de dividendes statutaires, la distribution est régie par les statuts de la société sauf décision nouvelle d'une réunion extraordinaire des actionnaires.

- **Nomination et rémunération des administrateurs et des commissaires aux comptes :**

Les membres du Conseil d'Administration et du Conseil de Surveillance sont élus par l'AGO, et lui revient également de nommer et remplacer les commissaires aux comptes et d'arrêter la rémunération globale du Conseil d'Administration et celle du commissaire aux comptes.

- **La participation à la tenue et aux décisions de l'Assemblée Générale Ordinaire (AGO) :**

La tenue de l'AGO se fait une fois par an dans les six mois qui suivent la fin de l'exercice comptable. La réunion est convoquée par le président du Conseil d'Administration ou par le président du Conseil de Surveillance, comme elle peut également être convoquée par les commissaires aux comptes ou le tribunal à la demande des actionnaires détenant au moins 10 % du capital. L'annonce doit être publiée 30 jours auparavant dans un journal d'annonces légales incluant des informations de base sur l'identité de la société, ainsi que la date, l'heure, l'endroit, le programme et les résolutions proposées.

Les résolutions doivent spécifier si elles ont été approuvées ou non par le Conseil. L'annonce inclut également les états financiers annuels synthétiques. Pendant une période de 15 jours précédant l'AGO, les sociétés doivent mettre à la disposition des actionnaires, au siège, les informations suivantes : le programme de la réunions et les résolutions proposées, une liste comprenant les noms des membres du Conseil d'Administration et des informations sur les nouveaux membres proposés, une liste des actionnaires remontant à 30 jours avant l'AGO, un état d'inventaire, les états financiers synthétiques, le rapport du commissaire aux comptes, le rapport du Conseil d'Administration et la distribution proposée des dividendes. Les actionnaires ont le droit de demander des copies de cette information sauf pour l'inventaire.

Si le Conseil d'Administration ne convoque pas l'AGO ou ne soumet pas les états financiers et le rapport des administrateurs, ces derniers sont passibles d'amende. Si le président du Conseil d'Administration ne suit pas les procédures de notification, il est également passible d'amende.

- **La participation à la tenue et aux décisions de l'Assemblée Générale Extraordinaire (AGE) :**

Les décisions relatives aux modifications des statuts des sociétés, leur dissolution ou prorogation, les fusions et les acquisitions, d'émission de capital, rachats d'actions, sont du ressort des assemblées extraordinaires des actionnaires (AGE). Le quorum de présence est de 50% au premier tour, et de 25% au second tour ; les décisions requièrent une majorité des deux tiers. Si le Conseil d'Administration ne respecte pas ce droit, ses membres sont passibles de sanctions (emprisonnements et amende).

- **Les informations erronées :**

Selon la Loi 23-01 sur le CDVM, l'information doit être « *exacte, précise, et sincère.* » L'utilisation ou la publication d'informations fausses ou de nature à induire en erreur les investisseurs est un acte délictueux régi par les articles 26 et 29 de la Loi 23-01. Les auteurs de ces actes sont passibles d'emprisonnement et/ou une amende pouvant atteindre 500.000 MAD.

- **Le traitement équitable des actionnaires :**

D'après l'article premier de la Loi sur le CDVM, ce dernier « *....s'assure de l'égalité de traitement des porteurs de valeurs mobilières* ». La Loi 17/95 relative aux SA rend les commissaires aux comptes responsables du traitement équitable de tous les actionnaires. L'action de groupe n'existe pas, mais les actionnaires représentant 10 % du capital peuvent demander au tribunal de désigner un expert pour examiner une décision controversée de gestion ou du conseil. Les tribunaux de commerce sont responsables de faire respecter les droits des actionnaires et de leur appliquer un traitement équitable. En outre, le code du commerce prévoit la possibilité de régler les différends par arbitrage. A ce jour, seule la Chambre Internationale de Commerce de Casablanca assure cet arbitrage.

- Transparence et diffusion de l'information

Le CDVM se charge d'assurer la publication et la diffusion de l'information sous forme de circulaires, et d'imposer aux sociétés faisant appel public à l'épargne de publier notamment le Bilan, le CPC, l'ESG, le TF, l'ETIC, ainsi qu'un résumé du rapport du commissaire aux

comptes, au plus tard au 31 mars de chaque année dans un journal d'annonces légales. Après l'approbation par l'AGO des états financiers, les sociétés ont vingt jours pour les publier avec le rapport des commissaires aux comptes, et un mois pour les déposer au tribunal sous peine de sanctions. Et sont également obligées à publier un compte de résultat semestriel estimé, pour des fins de comparaison avec le semestre correspondant de l'exercice antérieur, ainsi qu'un bilan provisoire.

Les noms des administrateurs ou les membres du Conseil de Surveillance, ainsi que la rémunération globale du Conseil d'Administration sont fixés et diffusés par l'AGO. La loi n'impose pas la diffusion des rémunérations individuelles, ni celles relatives aux antécédents de carrière ou de fonctions des administrateurs.

- Le Conseil d'Administration

Conformément à la Loi 17/95 relative aux SA, les sociétés ont le choix entre deux structures d'administration :

- Soit un Conseil d'Administration unique, où les fonctions du Président du Conseil et de Directeur Général (PDG) sont à la responsabilité d'une seule personne qui peut déléguer ses pouvoirs mais reste la responsable.

- Soit un Conseil de Surveillance et un Directoire. Le Conseil est responsable vis-à-vis de la société et de ses actionnaires.

Les fonctions essentielles de ces organes incluent la définition des objectifs de l'entreprise, le suivi de la gestion, la préparation et l'approbation des états financiers, la convocation des assemblées générales, la nomination et le remplacement du président du Conseil/DG, la fixation des rémunérations des administrateurs, du président et des gestionnaires, la possibilité d'émettre des garanties ou d'effectuer des dépôts, et la préparation et soumission des rapports des administrateurs à l'AGO.

Dans le cas d'un Conseil d'Administration, un minimum de deux tiers des administrateurs ne peut être des dirigeants de la société. Ces derniers sont chargés de la surveillance de la gestion et de la vérification des comptes. La Loi 17/95 relative aux SA suggère que ces derniers forment entre eux des comités de rémunération et d'investissement.

Alors que la rémunération des membres du directoire est établit par le Conseil de Surveillance. Ce directoire a une indépendance au niveau de la gestion, mais doit faire des rapports trimestriels de gestion au Conseil de Surveillance chargé de contrôler sa gestion.

- Etat des lieux de la gouvernance dans les entreprises marocaines :

Pour couvrir l'ensemble des aspects de la gouvernance, l'enquête¹⁰⁶ réalisée par la CGEM couvre les aspects suivants :

- La culture des entreprises marocaines en matière de gouvernance;
- Les droits et le traitement équitable des actionnaires ;
- Le rôle des différentes parties prenantes dans le gouvernement d'entreprise ;
- La transparence et diffusion de l'information ;
- La responsabilité du Conseil d'Administration.

¹⁰⁶ Les résultats d'une enquête réalisée par la fondation CGEM pour l'entreprise, avec le soutien du « Center for International Private Enterprise »-- (CIPE) 2005. Elle avait pour objet d'évaluer le contexte juridique et institutionnel ainsi que la pratique de la gouvernance dans les entreprises marocaines par rapport aux textes en vigueur et aux normes et codes internationaux, notamment par rapport aux principes révisés de l'OCDE. L'enquête a été réalisée auprès d'un échantillon de 40 entreprises faisant appel public à l'épargne, en majorité cotées en bourse. Les entreprises ont été choisies de telle sorte à avoir un échantillon représentatif couvrant la plupart des secteurs de l'économie Marocaine.

- La culture en matière de gouvernance dans le monde des affaires au Maroc

L'enquête a montré que la plupart des dirigeants et responsables marocains semblent être au courant du concept de gouvernance. Cependant, si la plupart des responsables (94.4%) ont répondu qu'ils ont entendu parler des principes de bonne gouvernance, la majorité d'entre eux semblent méconnaître le contenu et l'étendu de ce concept. Egalement, la plupart des sociétés cotées (61.1%) déclarent qu'elles disposent d'une charte de gouvernance, sauf qu'il s'agit souvent de conventions ou d'accords quelconques, mais pas de véritable code de gouvernance.

Quant aux lois et textes les plus connus par les responsables et dirigeants marocains, il s'est avéré que la loi 17/95 relative aux SA (61.1%) est la plus connue, et dans une moindre mesure la Loi sur le CDVM (27.8%). Alors que le contenu de ces textes et leur implication en matière de bonne gouvernance, ainsi que le contenu législatif sont rarement connus par les décideurs. Le manque d'expertise dans le domaine juridique et de la gouvernance dans les entreprises marocaines est également un point très frappant.

Les acteurs en matière de gouvernance d'entreprise semblent être mieux connus que les textes, tels que : le Ministère des finances, le Ministère de la justice, le CDVM et la Bourse des Valeurs. Cependant, le rôle précis de ces organes ainsi qu'à celui joué par les organismes internationaux en la matière reste souvent méconnu des responsables marocains, du fait que les textes qui les régissent ne leur sont pas familiers.

- Respect des droits des actionnaires

Les principaux actionnaires (Tableau8) des entreprises marocaines cotées à la bourse de Casablanca sont des investisseurs institutionnels, les grands groupes et les holdings, les investisseurs-particuliers ne sont pas si familiers avec la culture boursière, alors que l'actionnariat –salariés est encore très faible.

Tableau 9 : Les principaux actionnaires des sociétés cotées à la BVC (Voir annexe 4).

Le respect des droits de ces actionnaires passe nécessairement par le respect des principes tels que retenus par l'OCDE, à savoir : les droits fondamentaux des actionnaires, le droit de participer aux décisions concernant des changements fondamentaux pour la société, le droit d'être suffisamment informé, de participer et de voter aux AGO, la divulgation des structures du capital et mécanismes permettant un contrôle disproportionné par rapport au montant de la participation, et enfin l'exercice par les institutionnels de leurs droits d'actionnaires en toute objectivité et transparence.

- *Les droits fondamentaux des actionnaires.*

Le droit à l'information et droit de participer et voter aux AG sont les principaux droits de l'actionnaire et ils semblent acquis et sans coût pour l'actionnaire marocain. Cependant, il existe souvent des actions nominatives, ainsi que des clauses d'agrément ou pactes d'actionnaires dans les statuts qui limitent le transfert des actions.

La nomination et la révocation des administrateurs, ainsi que le partage des bénéfices sont souvent des décisions prises par les actionnaires principaux seulement, à travers le Conseil, avec ratification de l'AG.

Le droit de participer aux décisions concernant des changements fondamentaux pour la société est souvent pris par l'AGE, à l'exception de certaines décisions relatives à des cessions d'actifs où la décision était prise par le Conseil. Par ailleurs, des émissions de nouvelles actions ont été réservées à une catégorie d'actionnaires ou au management, où les intérêts des actionnaires minoritaires étaient lésés.

La divulgation des informations sur la structure de capital est de 72.2%, alors que celles concernant les actionnaires ultimes restent discrètes. Les participations croisées semblent par ailleurs, être moins fréquentes (22.2% seulement).

Certaines sociétés ont également reconnu avoir des conflits d'intérêt dans leur structure de capital, mais n'ont pas pu répondre à la façon dont elles gèrent ces conflits. Les administrateurs et dirigeants déclarent également procéder à des transactions pour leur propre compte dans le cadre des conventions réglementées, et que la plupart de ces transactions ne soient pas portée à la connaissance des actionnaires.

Par ailleurs, l'actionnariat étranger est présent dans 50% des sociétés enquêtées, malgré le fait qu'il soit faible et minoritaire dans l'ensemble.

- Rôle des différentes parties prenantes dans le gouvernement d'entreprise :

Les aspects abordés et enquêtés concernant le rôle des différentes parties prenantes dans le processus de gouvernement d'entreprise sont : le respect des droits juridiques des parties prenantes, les mécanismes de participation des salariés pour une meilleure performance, et les requêtes des parties prenantes auprès du Conseil d'Administration.

- *Respect des droits juridiques des parties prenantes :*

La majorité des sociétés ont déclaré que leur personnel est syndiqué et que l'application graduelle des dispositions du nouveau code du travail est déjà mise en route. La plupart d'entre ces sociétés disposent d'une convention collective ou d'un comité d'entreprise, mais non pas de charte sur la gouvernance, et peu disposent d'une convention relative à la protection de l'environnement ou du consommateur.

- *Mécanismes de participation des salariés pour une meilleure performance :*

La plupart des sociétés répondent avoir un mécanisme d'intéressement du personnel ; 22.2% lient cet intéressement à la participation au capital. Une seule société a déclaré faire participer les salariés au conseil. Les autres moyens d'intéressement du personnel se fait en général par d'autres moyens (primes, promotions, etc.).

La majorité des sociétés (72.2%) déclarent ne pas avoir reçu une requête de la part du personnel à l'intention du Conseil.

- Transparence et diffusion de l'information :

Conformément aux principes de l'OCDE, font partie du code de la bonne gouvernance : la diffusion de l'information pertinente, la vérification annuelle des comptes par des commissaires aux comptes indépendants, et enfin les moyens pour diffuser l'information permettant un accès équitable dans les meilleurs délais et au meilleur coût pour les utilisateurs.

La plupart des sociétés cotées en bourse et ayant une structure de groupe (61.1%) procèdent à la consolidation de leurs comptes, et 61.1% déclarent avoir un service dédié à la communication financière, et tiennent des conférences de presse pour annoncer leurs résultats annuels et diffuser des informations sur leurs objectifs et stratégie (72.2%).

A l'inverse, il y'a absence totale de diffusion d'informations sur la qualification, la rémunération et l'indépendance des membres du Conseil d'Administration et des principaux dirigeants, ainsi que sur les actionnaires ultimes.

88.9% des sociétés déclarent procéder à la publication de situations annuelles comptables auditées par les commissaires aux comptes, y compris les situations consolidées quand elles sont faites.

- Le Conseil d'Administration :

Les actions du conseil d'administration sont également soumises au contrôle déontologique, notamment en ce qui concerne : la prise en compte de l'intérêt de la société et des actionnaires, le traitement équitable de chaque catégorie d'actionnaires, le respect des règles

juridiques, les fonctions essentielles des administrateurs, le jugement objectif et indépendant de la gestion de la société, et enfin l'accès des administrateurs à l'information.

Pour l'ensemble des sociétés enquêtées, 50% d'entre elles disposent d'organes d'aide à la décision engagés par les administrateurs, et ayant une procédure de décision clairement définie par ces derniers. Alors qu'un tiers seulement des sociétés disposent de dispositif et mécanisme d'évaluation des conséquences des décisions prises par les administrateurs sur les différentes catégories d'actionnaires. 44.4% des sociétés confirment le recours des administrateurs aux services externes de conseils juridiques dans l'exercice de leurs fonctions. En général, l'ambiance des Conseils au sein de la plupart des sociétés enquêtées est qualifiée de détendue et conviviale.

Quant aux fonctions du Conseil d'Administration, la plupart des sociétés se mettent d'accord qu'il lui incombe les tâches suivantes :

- Définition de la stratégie de l'entreprise ;
- Définition des objectifs à long, moyen et court terme ;
- Approbation des budgets annuels ;
- Définition d'une politique de risque ;
- Contrôle des principales dépenses d'investissement ;
- Décision et contrôle en matière de cessions d'actifs.

Les sociétés déclarent avoir disposer de moyens de contrôle et d'évaluation de performance, notamment :

- Une fonction de contrôle interne (94.4%)
- Une fonction contrôle de gestion (83.3%)
- Un système d'évaluation des performances de gestion (72.2%).

Et des moyens pour gérer les conflits d'intérêts pouvant survenir entre le management, les administrateurs et les actionnaires, notamment :

- un dispositif de contrôle interne des transactions avec les parties liées ;
- un comité d'audit ;
- un comité d'éthique.

- *Nomination, rémunération et évaluation des administrateurs et principaux dirigeants :*

Généralement, les administrateurs sont nommés et révoqués par l'AGO qui fixe leur rémunération indépendamment des performances de la société. Les actionnaires minoritaires ne n'interviennent pas dans la prise de ces décisions et n'en sont pas informés.

Les comités indépendants en matière de rémunération sont rares, et le système d'évaluation des administrateurs existe dans 33.3% des cas seulement. Par ailleurs, l'audit interne (77.8%) et dans une moindre mesure le contrôle de gestion et l'audit externe sont les seuls organes convoqués par les responsables pour les aider à assurer l'intégrité du système d'information.

La moitié des sociétés dispose de comités spéciaux créés au sein du Conseil d'Administration pour aider ce dernier dans la conduite des affaires. Cependant, leur composition, ainsi que leur objet et leur mission ne sont pas toujours connus par les actionnaires.

Quant à la composition des conseils d'administration, ils sont en majorité composés de moins de 10 membres (55.6% des cas), et de 10 à 20 membres (44.4% des cas).

3.1.4.2 Le rôle des parties prenantes marocaines dans la gouvernance d'entreprise.

- **Le marché des dirigeants au Maroc :**

Les actionnaires et les dirigeants se présentent comme les principaux partenaires de l'entreprise, entre lesquels se tissent des relations et des conventions caractérisées par une asymétrie d'information et des conflits d'intérêt. Les premiers apportent les fonds et délèguent leur gestion aux dirigeants tout en espérant le maximum de gain qui sera compatible avec un degré raisonnable de risque. Les dirigeants quant à eux, développant des

stratégies personnelles, et exploitant leur latitude managériale font de leur mieux pour accroître leur pouvoir et leur rémunération et surtout pour garder leur poste au sein de l'entreprise. Attitude des dirigeants est expliquée par la théorie de l'enracinement qui justifie les comportements de ces derniers par la volonté de s'affranchir, au moins partiellement du contrôle des actionnaires, afin de conserver leur position, et accroître leur liberté de prise de décision et par conséquent, maximiser leurs rentes. Pour ce faire, les dirigeants développent certaines stratégies d'enracinement qui supposent un affaiblissement du rôle du conseil d'administration ou de surveillance, et l'exploitation des réseaux relationnels.

C'est ainsi que les diplômés des grandes écoles prestigieuses font hériter au diplômé futur dirigeant un réseau organisé des anciens diplômés souvent eux même occupant des postes clés dans des grandes entreprises ou dans le secteur public.

Une enquête de La Vie Economique - Sunergia (1999) sur les cadres au Maroc a montré que 73% des PDG marocains avaient un diplôme étranger, 30% de ces PDG sont issus de grandes écoles de commerce et 23% d'écoles d'ingénieurs tels que: L'Ecole Hassan des Travaux Public (EHTP), l'Ecole Mohammedia des Ingénieurs (EMI), l'Ecole Nationale d'Administration (ENA), l'Institut Supérieur de Commerce et d'Administration des Entreprises (ISCAE), et l'université Al Akhawayne et son rôle dans la formation de l'élite managériale du pays. Dans une autre enquête menée par l'Economiste (1995), on relève que la France, a elle seule, forme 55% des cadres marocains ayant effectué une formation à l'étranger.

En effet beaucoup plus que la formation d'origine, le réseau relationnel des dirigeants avec les administrations, les banquiers, les hauts responsables de l'Etat, ouvre de larges perspectives externes, notamment dans le contexte spécifique du Maroc.

Cependant, et en plus des mécanismes de contrôle direct dont dispose les actionnaires, le marché du travail des dirigeants constitue un moyen de contrôle indirect. L'offre des compétences sur ce marché permet la sélection des meilleurs dirigeants et l'exclusion des moins compétents grâce à la concurrence. En effet les décisions de révocation ou de changement du dirigeant en place impliquent au préalable l'évaluation de la performance de ce dernier par le conseil d'administration qui devrait être composé très majoritairement d'administrateurs indépendants. Cependant, les dirigeants d'entreprises marocaines créent des réseaux avec leurs administrateurs, vu l'appartenance commune au niveau des formations ainsi qu'au niveau des activités non transparentes de ces derniers, ce qui servirait les intérêts des dirigeants.

L'état actuel du marché des dirigeants et administrateurs ne constitue pas un mécanisme de contrôle efficace, parce qu'ils ne sont pas jugés et évalués objectivement sur leurs performances, et par des personnes indépendantes et compétentes pour estimer la valeur de leur capital humain. D'où la nécessité d'introduire des administrateurs réellement indépendants au sein de l'équipe dirigeante et des organes de contrôle interne, pour exercer un contrôle efficace sur la gestion des dirigeants et par conséquent, assurer une gestion dans l'intérêt actionnarial.

- L'actionnariat-salariés au sein des entreprises marocaines et les stocks options.

Rares sont les entreprises marocaines, qu'elles soient cotées en bourse ou non, qui optent pour la politique des stocks-options. Cette pratique d'encouragement de l'actionnariat-salariés remonte au début des années 90 et a été impulsée par l'Etat, lors de la vague des privatisations, et elle est devenue quasi-systématique chez les entreprises qui s'introduisent à la Bourse de Casablanca. Ces dernières réservent à leurs salariés une partie des actions mises en vente, d'où l'opération de vente d'actions réservée exclusivement au personnel. Cela remonte ainsi à l'introduction en Bourse de Lydec, Sothema, Maroc Telecom, ou encore Microdata.

Cependant, aujourd'hui, cette pratique n'est pas si répandue à cause d'une part, de la diminution des introductions en bourse et d'autre part, de la crise, en plus de la culture des salariés marocains en la matière. Cette dernière explication fait que l'essentiel des salariés n'adhère pas à l'idée de souscrire pour le compte de leur société, vu le risque encouru en cas de dépréciation des titres cotés.

Autre blocage de cette pratique des stocks-options, est le fait qu'elle soit d'abord considérée comme des instruments de rémunération de la performance et non pas comme un instrument financier à part entière. Financièrement parlant, les stocks-options sont des options d'achat, dont l'actif sous-jacent est l'action de l'entreprise concernée, et l'absence d'un marché, à terme, où peut se négocier ce genre d'options, limite le recours à ce genre de produits.

Les banques marocaines viennent au 1er rang des sociétés cotées qui optent pour l'actionnariat-salariés. Récemment, la BMCE ont procédé à ce type d'émission. En 2008, c'est Attijariwafa Bank qui a lancé à une OPV réservée au personnel. Cette initiative s'explique par le besoin continu de cash de ces établissements. Elle permet aussi à l'entreprise de stabiliser son capital, d'améliorer le dialogue interne et de réduire ses coûts de refinancement.

Les filiales marocaines des banques étrangères sont les plus actives dans l'actionnariat salarié. L'exemple des groupes français: Société générale, BNP Paribas ou Crédit agricole, font régulièrement bénéficier les salariés de leurs filiales de ces plans d'actionnariat dans le monde entier, dont celles qui opèrent au Maroc. Les banques locales se sont également vues inviter à appliquer cette politique. C'est le cas notamment de BMCE Bank, dont 1,64% du capital est détenu par son personnel, à fin septembre 2008. Suite au succès de ses OPV lancées en février 2003 et en mai 2005 au profit de ses salariés, la banque en a lancé une nouvelle en septembre 2009.

Les multinationales, viennent en 2^{ème} rang et ne cessent d'augmenter et d'encourager l'actionnariat de leurs salariés. Concernant les entreprises marocaines cotées¹⁰⁷, il s'avère que l'actionnariat-Personnel est trop faible (variant de 0,05% Lydec et 2,21% Label vie). Quant aux sociétés familiales, la couche la plus représentative du tissu économique marocain, il s'avère difficile d'appliquer des politiques de l'actionnariat salarié à cause de la rigidité et la réticence du système de ces entreprises à faire entrer les salariés dans la stratégie de développement de l'entreprise familiale.

Tableau 10 : Actionnariat personnel au 2^e trimestre 2011.

NOMBRE DE STES	LES SOCIETES COTEES	LE POURCENTAGE DETENU
1	ALLIANCES DEVELOPPEMENT IMMOBILIER SA	0,32%
2	DELATTRE LEVIVIER MAROC	0,96%
3	IB MAROC.COM	0,21%
4	ITISSALAT AL-MAGHRIB	0,12%
5	LABEL VIE	2,21%
6	LYDEC	0,05%
7	MAGHREB OXYGENE	1,23%
8	Société Nationale d Electrolyse et de Pétrochimie	0,90%
9	SOCIETE DE THERAPEUTIQUE MAROCAINE	0,40%
10	STOKVIS NORD AFRIQUE	0,93%
TOTAL		7,33%

¹⁰⁷ Voir ci-dessus le tableau de l'actionnariat-personnel des entreprises cotées au 2^{ème} trimestre 2011.

En ce qui concerne la réglementation de cette pratique, et contrairement aux pays étrangers, le régime des stocks-options n'est pas réglementé au Maroc. De ce fait, les stocks-options ne sont pas considérées comme des valeurs mobilières, puisqu'elles ne sont pas transmissibles. N'entrant pas dans le champ de l'Appel Public à l'Epargne, leur attribution n'est pas subordonnée à l'établissement d'un document d'information soumis au visa du CDVM. Par ailleurs, elles ne sont pas négociables, et ne font en principe l'objet d'aucune offre au public, d'aucun démarchage ni de publicité.

Cette pratique de stock-option est une opération conventionnelle entre l'entreprise et les salariés. La plupart des entreprises qui pratiquent ce régime d'actionnariat salarié accordent une décote par rapport au prix normal de l'action, bien qu'elles n'y soient pas obligées. Il s'agit généralement d'une décote qui varie entre 5 et 20 %, sachant que la loi ne l'exonère de l'impôt que dans la limite de 10 %. De plus, la plupart des ces institutions accorde des prêts à des conditions très avantageuses aux salariés, qui désirent souscrire à l'OPV pour devenir actionnaires de leur entreprise. Toutefois, les salariés ne sont pas libres de vendre leurs actions à tout moment. La loi les oblige à les détenir pendant au moins cinq ans pour bénéficier de l'avantage fiscal.

En général, l'actionnariat-salariés a beaucoup d'effets bénéfiques, car cette pratique fidélise les salariés et les motive à atteindre les objectifs stratégiques au même titre que les autres partenaires de l'entreprise, et peut même mobiliser du capital pour financer ses projets. Quant aux salariés, ils gagnent des bonus, si l'entreprise réalise ses objectifs.

La bourse de Casablanca réalise du progrès en la matière surtout avec l'annonce du plan d'actions 2010, Karim Hajji, DG de la Bourse, a assuré que «l'objectif de la Bourse de Casablanca est d'encourager la politique des stocks-options dans l'avenir». Reste à savoir quels sont les outils et les mécanismes que la Bourse mettra en place pour concrétiser cet objectif.

- Les créanciers détenteurs d'obligations.

Toute décision impliquant des fusions ou acquisitions doit être soumise aux détenteurs d'obligations et d'obligations convertibles de la société absorbée. A défaut, ils doivent être remboursés. S'ils ne se mettent pas d'accord ou s'il n'y a pas un quorum suffisant pour prendre une décision, l'association des porteurs peut s'opposer à la fusion au tribunal qui peut exiger un remboursement immédiat ou des garanties satisfaisantes.

Les détenteurs d'obligations ont le droit de former une association et d'élire un représentant. Ils sont autorisés à assister à l'AGO mais ne votent pas. Les détenteurs d'obligations peuvent être convoqués en assemblée générale spéciale par leur représentant, par ceux qui détiennent au moins 10 % des obligations, par le Conseil d'Administration de la société, ou par les liquidateurs.

- Les autres parties prenantes : l'environnement.

Depuis la Conférence de Rio, le Maroc a affirmé son engagement en faveur du développement durable. Ce choix est dicté à la fois par la nécessaire rationalisation de l'utilisation des ressources naturelles, gage du développement socioéconomique futur du pays, et par l'aspiration à l'amélioration continue de la qualité de vie des citoyens.

Les principaux défis environnementaux du Maroc concernent la dégradation des sols et la désertification, (l'érosion de sol résultant de l'affermage des secteurs marginaux, et la destruction de végétation) ; l'assainissement des eaux souillées par les eaux d'égout crues ; l'envasement des réservoirs et la pollution pétrolière des eaux côtières.

Le Maroc est partie aux conventions internationales sur la biodiversité, le changement climatique, le Protocole de Kyoto sur le Changement climatique, la désertification, la protection des espèces menacées, les Pollutions accidentelles, la Protection des milieux marins, la protection de la couche d'ozone, les pollutions maritimes, la pêche à la baleine.

Ce secteur de l'environnement dispose d'un important arsenal juridique, dont le plus ancien texte date de 1914. Les dernières années, notamment l'année 2003, ont été marquées par l'adoption de nombreux textes qui ont permis d'actualiser la réglementation nationale dans ce domaine.

Parmi les principaux textes de ce dispositif réglementaire, il y a lieu de citer :

- Le Dahir du 25 août 1914 relatif à la réglementation des établissements insalubres, incommodes et dangereux. Ces établissements sont soumis au contrôle et à la surveillance de l'autorité administrative.
- Le Dahir du 20 hidja 1335 (10 octobre 1917) relatif à la conservation et l'exploitation des forêts. Cette loi date depuis le début du protectorat au Maroc. Elle porte sur l'identification du domaine forestier, l'aliénation de ses produits, leur exploitation ainsi que les droits d'usage, la protection contre les défrichements, la police de la conservation des forêts, la constatation des infractions et la définition de leurs sanctions.
- La Loi n° 10-95 de 1995 sur l'eau promulguée par le dahir n° 1-95-154 du 18 rabii I 1416 (16 août 1995).
- La Loi n° 08-01 du 13 juin 2002 relative à l'exploitation des carrières Promulguée en 2002, la loi relative à l'exploitation des carrières est de création récente. Elle vient régir un domaine dont l'exploitation nuit gravement à l'environnement naturel. Pour ce faire, et en vue de protéger les sites environnants, la loi donne la définition de la carrière ainsi que les définitions d'un certain nombre de concepts liés aux carrières, leur exploitation.
- La loi 10-13 de 2003 relative à la protection et à la mise en valeur de l'environnement. Cette loi a été adoptée en vue de doter le Maroc d'un cadre législatif référentiel en matière de protection de l'environnement. Elle répond aux besoins d'adopter une démarche globale et intégrée assurant le meilleur équilibre possible entre la nécessité de préservation de l'environnement et les besoins de développement économique et social du pays.
- La loi 13-03 de 2003 relative à la lutte contre la pollution de l'air. Elle concerne directement l'une des formes de pollutions liées en grande partie aux industries.
- La loi de 2003 relative aux études d'impacts sur l'environnement. La loi relative aux EIE prévoit un système de contrôle préalable basé sur la subordination de tous les projets soumis à cette procédure à une « Acceptabilité Environnementale ».

Conclusion

Il s'en sort des points abordés précédemment sur l'état des lieux sur la gouvernance d'entreprise au Maroc, plusieurs remarques et recommandations¹⁰⁸ pour accompagner la mise en marche et la réussite de ce système :

- L'activation réelle et accompagnée du code national des bonnes pratiques en matière de gouvernance d'entreprise inspiré des principes de l'OCDE et sous le pilotage de la CGEM ou du CDVM, avec la participation des principaux acteurs du marché financier, ainsi que d'experts et universitaires dans ce domaine. L'exemple de certains pays émergents comme le Brésil, la Malaisie, l'Inde, la Russie, la Chine, etc... est à suivre en matière de codes nationaux de bonne gouvernance. Par exemple, le Brésil exige des entreprises cotées qu'elles adhèrent au principe d'une action-une voix de vote. L'Afrique du Sud et l'Inde exigent dans leurs pratiques de bonne gouvernance d'intégrer les émoluments des administrateurs parmi les informations publiées.

¹⁰⁸ Les résultats d'une enquête réalisée par la fondation CGEM pour l'entreprise, avec le soutien du « Center for International Private Enterprise »-- (CIPE) 2005.

- Mettre en place un système incitatif à l'application du code de bonne gouvernance, comme les Prix de Bonne Gouvernance. Ou encore l'exigence d'intégration dans les notices d'informations destinées au marché, des informations relatives au degré d'adhérence de l'entreprise aux principes de bonne gouvernance.
- Les instruments garantissant l'application de bonnes pratiques en matière de gouvernance comme la charte de gouvernance ou encore un comité d'éthique, seraient un atout majeur pour les entreprises y adhérentes.
- La vulgarisation des textes en relation avec la gouvernance, notamment par les Administrations concernées, le CDVM, la CGEM, la BVC, etc... qui doivent vulgariser le contenu des textes et expliquer aux opérateurs le rôle des organes institutionnels et l'intérêt d'appliquer les principes de bonne gouvernance.
- Elaborer une charte de l'administrateur qui sera une sorte de code auquel pourrait adhérer les administrateurs pour exercer leurs fonctions en toute sérénité.
- Formation des administrateurs à deux niveaux : Des actions de formation continue dans le domaine de la gouvernance en faisant appel aux experts et conseils dans le domaine. Une autre action de formation de fonds dédiée au métier d'Administrateurs. Cela pourrait se concrétiser par la création d'un Institut de Formation d'Administrateurs (IFA), à l'instar de ce qui existe dans d'autres pays émergents.
- Développer le rôle des comités d'audit et ceci en étendant leurs fonctions, notamment vers le renforcement de la responsabilisation des administrateurs ainsi que vers une responsabilité partagée avec les experts commissaires aux comptes.
- Autres actions à envisager :
 - Encourager l'activisme des actionnaires ;
 - Encourager la création des clubs d'actionnaires ;
 - Demander aux institutionnels de publier leur procédure de vote ;
 - Encourager les ratings sociaux ;
 - Standardiser les rapports des assemblées générales et la lettre aux actionnaires ;
 - Intégrer des informations sur les procédures internes dans les informations diffusées ;
 - Mettre en place un système de contrôle de qualité de l'information publiée (contrôle des commissaires aux comptes) ;
 - Demander l'accélération de sortie des rapports d'activité des entreprises ;
 - Demander la publication des émoluments des administrateurs ;

La Gouvernance d'entreprise est certes une dimension fondamentale dans la décision d'investissement. Elle demeure cependant associée à la gouvernance publique qui porte sur les relations entre l'Administration, les citoyens et les opérateurs économiques : dans leurs multiples aspects : information – concertation – transparence – textes et réglementations – application et autonomie des juridictions...

Cette dimension est incorporée dans l'appréciation des performances du Maroc à travers l'observatoire de la Compétitivité Internationale de l'Economie Marocaine.

Au-delà des réformes économiques et financières engagées par les responsables publics et privés et visant l'amélioration et l'assainissement de l'environnement des entreprises, la culture et l'identité des entreprises marocaines se présentent également comme un réel défi. En effet, le remède à ce problème passe par la mise en place d'un système de gouvernance d'entreprise, mais également par la modification des comportements des personnes impliquées au succès du projet d'entreprise sur tous les niveaux : éthique, responsabilité, transparence, implication, communication, performance...

Le Maroc, et pour poser les premières pierres de son modèle de gouvernance d'entreprises, a mis en place la loi 17-95 sur la SA qui a introduit des dispositions relatives en la matière.

Cependant, la mise en route de ce modèle se heurte par des problèmes de culture, faute de copier texto le modèle de gouvernance français. Tout le problème provient du fait que ces deux pays ne sont pas au même stade de développement économique et de libéralisme. Ainsi,

et malgré les réformes entamées, les mécanismes de direction et de contrôle des entreprises marocaines cotées n'en semblent pas plus efficaces, et les mécanismes de contrôle interne ne jouent pas leur rôle disciplinaire en raison des coalitions majoritaires d'actionnaires et des intérêts croisés entre dirigeants et administrateurs.

L'enracinement des dirigeants marocains à travers le développement de réseaux relationnels leur permet de se créer un pouvoir discrétionnaire est une autre anomalie du système. Ces dirigeants parviennent à neutraliser les mécanismes de contrôle externe en jouant sur des asymétries d'informations, et l'interventionnisme de l'Etat qui empêche les marchés de jouer leur rôle disciplinaire et de régulateur. Cette situation fausse les conditions de libre concurrence entre firmes, et ces réseaux relationnels conduisent souvent au développement de corruption des dirigeants et hauts responsables de l'Etat, à l'accaparement illégitimes de rentes par les dirigeants.

Par conséquent, la réussite du modèle de gouvernement d'entreprises marocaines et le placement de l'économie marocaine dans la voie de la transparence et de la performance passera nécessairement par un changement en profondeur dans les mentalités des chefs d'entreprises et responsables.

En Tunisie, OMRI (2003)¹⁰⁹ vérifie que la structure de propriété concentrée à majorité familiale ou étatique explique l'existence d'une relation étroite, positive, entre la performance de l'entreprise et le pourcentage de capital détenu par le dirigeant, son ancienneté, et des conseils d'administration composés de nombreux administrateurs, et conclut que « Il existerait un système de gouvernement d'entreprises intermédiaire dans les pays du Maghreb, où la préférence pour des structures monistes marquerait la concentration des pouvoirs entre les mains d'une seule personne, les PDG ». Par conséquent, le lancement de nouvelles réformes plus adaptées se présente comme une nécessité pour réussir ce modèle de gouvernance des entreprises dans les pays du Maghreb pour augmenter la compétitivité des entreprises.

3.2 Formulation des hypothèses de la recherche.

La vérification et l'investigation empirique sont une étape nécessaire voire primordial après toute démarche théorique. Cette étape a pour objectif de confirmer ou infirmer les propositions et conclusions théoriques. En effet, chaque approche théorique part d'un certain nombre d'hypothèses de base qu'elle essaye de les valider par des démonstrations logiques. D'où la nécessité de s'assurer que les hypothèses de base reflètent bien la réalité afin de pouvoir tester l'applicabilité des conclusions et résultats à une réalité donnée.

Les hypothèses de notre recherche prennent bien évidemment comme références le cadre théorique étudié précédemment, cependant, nous nous sommes inspirés de la réalité et pratiques des entreprises marocaines cotées en Bourse combinée aux tendances des travaux empiriques pour formuler des hypothèses bien fondées et adéquates avec le contexte marocain.

3.2.1. Les raisons pour étudier l'impact du financement et de la politique de distribution sur les deux approches actionnariale & partenariale.

L'objectif de notre étude est d'explorer le passage d'une approche de création de valeur actionnariale à une approche de création de valeur partenariale des entreprises, et d'explorer la faisabilité et surtout l'opérationnalisme des deux approches.

¹⁰⁹ Abdelwahed OMRI « Systèmes de gouvernance et performance des entreprises tunisiennes », *Revue Française de gestion*, vol 29, n° 142, janvier 2003, pp 85-100.

Une analyse fine de l'influence de la structure financière du capital et de la politique de dividendes sur la création de valeur actionnariale et partenariale, impose le traitement de la question de la mutation de l'approche de création de valeur, qui évolue d'une perspective actionnariale vers une perspective partenariale.

Cependant, ce passage d'une conception moniste à une conception plurale de la firme se heurte à plusieurs limites, principalement la question d'opérationnalisation de cette approche pluraliste.

Combiner les deux approches actionnariale et partenariale permettra en effet, à l'entreprise d'être plus compétitive et performante, de se procurer de nouveaux fonds auprès des actionnaires et créanciers pour acquérir de nouveaux outils de production afin de présenter à ses clients de bons produits et services juste à temps, et avec la qualité qu'ils exigent, développés par des employés compétents et motivés par un salaire satisfaisant, en liaison avec les meilleurs fournisseurs, tout en respectant les réglementations édictées par les pouvoirs publics. De plus, la prise en compte des intérêts des autres stakeholders devient d'autant plus importante que leur pouvoir de négociation croît. Donc le management doit prendre des décisions qui contribuent à la réalisation des objectifs cités ci-dessus, ce qui oriente et oblige l'équipe dirigeante vers l'objectif de maximisation de la valeur créée pour répondre à toutes ces attentes

En effet, les développements théoriques actuels soulignent la diversité des intérêts en jeu portés aux différents partenaires (Freeman, 1984 ; Clarkson, 1995 ; Hill et Jones, 1992), à l'encontre de la théorie de l'agence qui s'intéresse rien qu'à la relation actionnaires/dirigeants. Ces développements actuels militent en faveur d'un équilibre entre l'intérêt des différentes parties prenantes de la firme (salariés, créanciers, clients, fournisseurs, gouvernement...), qui encourent le même risque que les actionnaires par rapport aux flux réalisés par l'activité de l'entreprise. La valeur créée selon cette vision sera appréciée plus largement et l'objectif ne serait plus de maximiser la valeur actionnariale, mais plutôt la valeur totale ou globale de la firme (Fama, 1978 ; Blair, 1996).

Malgré l'apport théorique et analytique de cette conception de l'entreprise comme lieu de maximisation de la valeur de la firme pour l'ensemble de ses *stakeholders*, elle demeure incomplète et difficilement abordable surtout coté opérationnel (Hirigoyen et Caby, 1998). L'une des principales difficultés réside dans les problèmes liés à la définition d'une fonction d'objectif spécifique pour l'entreprise, ce qui peut être source d'opportunisme managérial (Jensen, 2001).

Il est communément admis qu'une répartition équitable des gains réalisés permet à l'entreprise d'éviter les conflits d'intérêt entre les différentes parties prenantes, et par conséquent, la rend plus performante. L'approche partenariale qui affirme que : « cet élargissement de la valeur créée et la mesure qui lui est associée sont conformes à la vision pluraliste de la firme et permettent de mieux comprendre les mécanismes de création et de partage de la valeur en relation avec l'ensemble des parties prenantes qui concourent au fonctionnement de la firme »¹¹⁰, ne donne aucune règle de la répartition de la valeur créée, et traite beaucoup plus l'aspect théorique que pratique du problème.

En effet, elle présente des difficultés de mesure, et n'explique pas comment elle peut réussir à s'imposer comme outil de management légitime et équitable puisqu'elle ne traite pas le comment de la répartition quantitative de la valeur créée entre les différentes parties prenantes.

¹¹⁰ CHARREAUX.G, WIRTZ.P : « Gouvernance des entreprises nouvelles perspectives » Edition Economica 2006.

Charreaux et Desbrières (1998), ont tenté d'apporter des éléments de réponse à cette problématique d'opérationnalisation de la valeur partenariale en proposant une mesure globale de la rente créée par la firme en relation avec les différents stakeholders et non les seuls actionnaires. Cette valeur partenariale repose sur la mesure de valeur créée par différence entre les ventes évaluées au prix d'opportunité et la somme des coûts d'opportunité pour les différents apporteurs de ressources.

Le dirigeant, et pour créer de la valeur, doit agir sur l'écart entre les ventes aux prix d'opportunité et les coûts d'opportunité qui doit être positif. Pour ce faire, il a intérêt d'agir simultanément sur les prix (qui peuvent donc être influencés positivement par une forte innovation) et les coûts d'opportunité.

La confiance contribuerait également, avec une grande part, à la création de valeur partenariale. Ce concept qui « *apparaît comme un mécanisme particulier de régulation des différentes transactions qu'entretient l'entreprise avec ses différents partenaires* » exprime cette volonté de se fier à un partenaire et invite au dépassement de l'hypothèse comportementale d'opportunisme, qui domine encore pour une large part la finance (Bradach et Eccles, 1989 ; Frank, 1993 ; Orbell, Dawes et Schwartz-Shea, 1994). En entraînant la « *constitution d'un capital de confiance, qui est la propriété collective de la firme et des différents partenaires* », les contraintes de contrôle se trouveraient assouplies et le coût des mécanismes de contrôle installés par les différents partenaires se baisserait. Dans ces conditions, il importe d'analyser quels sont les éléments susceptibles de participer à l'instauration d'un régime de confiance, et d'examiner la création de la valeur à sa place dans ces mécanismes.

Dans le cadre de cette recherche, et vu l'impossibilité d'identification des prix et coûts d'opportunité pour les différentes parties prenantes, c'est la valeur économique allouée au travers les états financiers, qui sera retenue dans un 2^{ème} modèle économétrique comme variable dépendante exprimant la création de la valeur partenariale, après le premier modèle de la valeur actionnariale (Market Value Added). Cette répartition de cette valeur économique ajoutée¹¹¹ au profit des différents partenaires (les salariés, les prêteurs, l'Etat et les actionnaires), qui sera retenue dans notre étude malgré le fait que cette voie comporte un biais par rapport à l'objectif de mesure de la création de valeur partenariale, puisqu'elle n'intègre pas les coûts d'opportunité supportés par les différentes parties prenantes.

La part de valeur ajoutée allouée aux salariés est mesurée par le montant des charges de personnel symbole de participation des salariés aux fruits de l'activité de l'entreprise. Au profit des prêteurs, a été mesurée la part de la valeur ajoutée consacrée au paiement des charges d'intérêt et assimilés.

La part de la valeur ajoutée allouée à l'Etat a été mesurée par la part consacrée au paiement des impôts, taxes et versements assimilés et de l'impôt sur les bénéfices. Enfin, au profit des actionnaires, c'est la part de la valeur ajoutée versée sous forme de dividendes¹¹².

3.2.2 Tendances actuelles des travaux empiriques.

Les études récentes consacrées à l'impact sur la création de valeur - actionnariale et surtout partenariale-, de la structure de capital et de la politique des dividendes, sont assez peu nombreuses. En effet, on assiste à une incomplétude et des contradictions de la littérature empirique sur la relation :

¹¹¹ La Valeur ajoutée correspond à la différence entre la production de l'exercice et les consommations de biens et services fournis par des tiers pour cette production.

¹¹² Dividendes versés en N+1 en valeur absolue, au titre de l'année N.

- structure financière-création de valeur actionnariale et partenariale ; et
- politique de dividendes- création de valeur actionnariale et partenariale.
- Ainsi que de la relation répartition de la valeur créée entre les différents partenaires et son impact sur la valeur partenariale de chaque partenaire.

Et dans la plupart des cas, ces trois composantes de notre recherche sont étudiées séparément ou encore dans leur relation avec d'autres variables. Nous distinguons deux ensembles d'études, celles qui centrent l'analyse sur la CDV au sens comptable et économique, et celles qui s'intéressent à l'impact sur la performance financière-boursière.

Alors qu'en matière d'interrelations entre informations comptables et valeur de marché des titres, les travaux sont nombreux.

Un premier axe de recherches celui emprunté par W.H. Beaver et al. 1982, E.A. Imhoff, G.J. Lobo 1984 ; R.M. Bowen et al. 1987 ; B. Lev 1989 ; P. Dumontier, R. Labelle 1998 ; J.F. Gajewski, B. Quéré 1998, traite de l'aptitude du résultat comptable à expliquer les réactions du marché. Une seconde voie de recherche est empruntée par J. Sepe (1982), R.N. Freeman (1983), B. Lev, R. Thiagarajan (1993) ou encore I. Martinez (1994), tente d'expliquer les rendements du marché à partir d'un ensemble d'indicateurs : taux de croissance, rentabilité des capitaux, variables de coûts, productivité du travail, recherche-développement... L'objectif de cette seconde voie est de montrer qu'il y'a d'autres variables qui peuvent expliquer les fluctuations boursières, et que le résultat net comptable ne peut, à lui seul, résumer l'ensemble des informations utiles en matière d'évaluation boursière.

Les deux recherches américaines récentes de S.F. O'Byrne (1996) et celle de G.C. Biddle et al. (1997), explorent la pertinence d'une information comptable portant sur la croissance (efficacité du développement), l'importance relative des actifs d'exploitation (sélectivité et gestion des investissements) et la structure financière. De telles variables explicatives qui reflètent une dimension stratégique, ne peuvent être théoriquement neutre.

Fontaine et al (1996)). Rajan et Zingales (1995) trouvent une relation négative entre l'endettement et le ratio market to book (MTB) pour un échantillon de grandes firmes américaines, allemandes, françaises, britanniques et canadiennes. Titman (1984), Bradley et al (1984), Titman et Wessels(1988) et Maksimovic et Titman (1991) obtiennent une relation négative entre l'endettement et autres variables proxy des opportunités de croissance¹¹³.

Cette relation négative corrobore l'analyse proposée par Myers (1977) selon laquelle les firmes anticipant des opportunités de croissance de valeur devraient être moins endettées.

En matière de structure financière, les travaux initiés par M.C. Jensen, W.H. Meckling (1976) et prolongés par d'autres, portent essentiellement sur les coûts dus à des conflits d'intérêt et dénotent le rôle utile de l'endettement. En effet, ce dernier incite les décideurs à l'optimisation des décisions d'investissement susceptibles de se retrouver en termes de performances comptables et boursières, ainsi les dirigeants seraient incités à prendre des décisions qui ne m nageraient pas que leurs propres intérêts.

Cette atténuation des conflits entre managers et actionnaires, grâce à la dette, passe par la réduction du cash flow disponible grâce aux coûts fixes, mais c'est également la conséquence du risque de perte de contrôle et de réputation du dirigeant dans le cas d'une faillite.

D'autres travaux empiriques montrent que l'endettement est un moyen d'expropriation des actionnaires minoritaires. Il permet, en effet, de conserver le contrôle de la firme et d'augmenter la masse d'actifs dominée par les actionnaires de contrôle. Ces derniers utilisent, par ailleurs, l'endettement afin d'augmenter leur pouvoir économique et réduire la discipline du marché de contrôle. L'endettement permet, alors, de minimiser la dilution de leur participation au capital de la firme et limiter, par conséquent, les prises de contrôle hostiles.

¹¹³ Le niveau des opportunités de croissance est souvent mesuré par Q de Tobin (très proche de la mesure de la MVA), obtenu par le rapport de la somme de la capitalisation boursière et du total de la dette sur le total de l'actif comptable.

En matière de politique de distribution des dividendes, les travaux empiriques d'Easterbrook (1981, 1984) expliquent cette politique du dividende dans le contexte de la théorie de l'agence. Statman (1985) quant à lui, utilise les théories du comportement des individus et des choix pour montrer que les investisseurs préfèrent recevoir des dividendes même en présence d'un impôt élevé.

Les travaux de Bhattacharya (1979), Miller et Rock (1985), John et Williams (1985) utilisent la théorie du signal pour développer l'idée du "contenu informatif" du dividende, alors que ceux de Hakanson (1982) exploitent les conditions générales d'équilibre pour montrer que la richesse des investisseurs augmente lorsque le dividende est utilisé comme un signal pour la valeur de la société.

Les travaux empiriques de Lintner (1956), Fisher et Jordan (1987) ont essayé avec réussite la modélisation de l'évolution des dividendes, en se basant sur des questionnaires qui portent sur la politique de dividendes adoptée par les dirigeants des entreprises (Lintner), ou encore en supposant la permanence du revenu (Fisher et Jordan).

La rareté des travaux traitant les éléments et variables explicatifs de la création de valeur actionnariale en général, et partenariale en particulier, et surtout dans le contexte marocain a motivé notre recherche qui a l'ambition d'étudier l'incidence de la structure de financement et de la politique de distribution des entreprises marocaines sur la création de la valeur aussi bien pour les actionnaires que pour les partenaires.

S'agissant des politiques de dividendes, même si certaines recherches constatent que ce sont les firmes les moins exposées au risque de free cash flow qui présentent le taux de distribution de dividendes le plus élevé (Gaver et Gaver, 1993), les études soulignent en général une association entre une augmentation des taux de distribution et une réaction positive du prix des actions. Une étude, conduite par Lang et Litzenberger (1989), montre que le versement aux actionnaires dans les entreprises qui ont tendance à surinvestir (et considérées comme telles dans la mesure où elles présentent un Q de Tobin inférieur à l'unité est perçu plus favorablement que celui observé au sein des entreprises qui sont dans le cas inverse. Vogt et Vu (2000), pour leur part, observent que les firmes dégageant des fonds discrétionnaires significatifs, combinés avec des dépenses d'investissement passées importantes, présentent des rentabilités en excès faibles, alors qu'inversement, les firmes ayant procédé à des distributions de dividendes élevées ou ayant procédé à des rachats d'actions massifs présentent des rentabilités en excès plus élevées. Lie (2000), enfin, constate, sur un échantillon de firmes à forte distribution de dividendes, que le marché financier tend à réagir positivement à l'annonce de distribution de cash, et que cette réaction est plus forte pour les firmes à faibles Q de Tobin et niveaux de cash importants.

Plusieurs études ont analysé les réactions du marché par rapport aux annonces de dividendes. Il y apparaît que les changements dans la politique de dividendes sont généralement associés à des rendements anormaux aux alentours de la date de l'annonce.

Par ailleurs, ces études ont montré que les investisseurs semblent accorder une attention particulière à cette question de dividendes, et accueillaient positivement les accroissements de dividendes, mais négativement les baisses de dividendes.

Enfin, de nombreux auteurs ont pu remarquer que les annonces de baisses du niveau de dividendes entraînaient des réactions plus fortes du prix des l'action que les annonces de hausse. Ceci semble confirmer les conclusions de l'étude de Lintner (1956) et, en particulier, le fait que les investisseurs aient une préférence pour les dividendes croissants.

C'est dans ce sens que vont notamment les études de Charest (1978), Aharony et Swary (1980, Eades, Hess et Kim (985)¹¹⁴.

¹¹⁴ CHAREST. G. (1978) : " Dividend Information, Stock Returns ans Market Efficiency – II", *Journal of Financial Economies*, vol. 6.
AHARONY. J et SWARY.J. (1980), "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders" Returns: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, vol. 35, n°1.

Modèle de parties prenantes et création de valeur : Les travaux empiriques

La majorité des travaux empiriques en matière de management plural et sa relation avec la création de valeur, concernent dans la plupart du temps la relation entre la responsabilité sociétale de l'entreprise et la performance financière.

Post J., Preston L. et Sachs S. (2002) concluent que 48 des 83 études empiriques réalisées révèlent une relation positive entre les indicateurs sociaux et la performance financière. Trois études seulement montrent une relation négative; 17 autres études montrent des résultats mitigés et 19 d'entre elles ne fournissent pas de résultats.

Cependant, l'une des premières tentatives directe de relier la création de valeur à la valeur créée par les parties prenantes a été effectuée par Tiras, Ruf et Brown (1998), qui ont étudié le lien entre la nature de la relation de l'entreprise avec ses parties prenantes et la valeur boursière de l'entreprise. Les résultats de ces études montrent que les entreprises qui entretiennent une bonne relation avec les parties prenantes sont plus performantes que celles ayant de mauvaises relations. Ces résultats ont été cependant, critiqués à cause du manque d'un cadre théorique précis et manque d'applicabilité dues à la définition peu opérationnelle de la valeur plurale.

Berman, Wicks, Koha et Jones (1999) montrent qu'une attention managériale particulière, vis-à-vis des parties prenantes notamment les employés et les clients, est associée à une performance financière plus élevée.

De même, Wallas J. (2003) a tenté de vérifier s'il y'a une corrélation entre un management plural et la création de valeur de l'entreprise pour les actionnaires. Les résultats montrent que la création de valeur de l'entreprise est une condition indispensable pour l'investissement de l'entreprise, et que les entreprises performantes sont celles qui ont une réputation et une bonne conduite vis-à-vis des parties prenantes.

D'autre enquête menée auprès des entreprises belges de production par Bughin Ch. (2004) montre une relation positive entre le niveau de satisfaction des parties prenantes et les différents paramètres de rentabilité et de richesse des actionnaires.

Ces travaux ont été critiqués pour leur méthodologie et pour leurs résultats mitigés qui n'ont pas démontré une nette relation empirique entre un management plural et la performance financière. Cependant, et outre la validation ou l'infirmité d'une telle relation empirique, l'objectif ultime est celui de trouver des critères de mesure de la valeur partenariale révélant la contribution de chaque partie prenante au processus de Création de Valeur.

La Valeur Ajoutée par les Parties Prenantes (VAP)

Les méthodes de mesure de la création de valeur par les parties prenantes se scindent entre les méthodes des indicateurs qui se fondent sur la mesure de la qualité de la relation (Abbott et Monsen 1979; Clarkson 1995; Wheeler et Sillanpaa 1998; Earl et Clift 1999; Svendsen, Boutilier, Abbott et Wheeler 2003, 2002) et les méthodes de mesure de la valeur créée par les parties prenantes. Cependant, cette dernière mesure VAP représente un intérêt pratique.

La valeur créée par toutes les parties prenantes, telle qu'elle est définie par Figge et Schaltegger (2000), n'est autre que la différence entre les recettes (Chiffre d'affaire+ recettes hors exploitation) et les coûts de toutes les parties prenantes (y compris les actionnaires). La valeur créée par les parties prenantes est ainsi le reliquat après rémunération de toutes les parties prenantes.

Figge et Schaltegger (2000) notent que la valeur ajoutée par chacune des parties prenantes (VAP) est la différence entre le rendement des parties prenantes moins le rendement moyen des parties prenantes sur le marché (coût d'opportunité) multipliée par les coûts engendrés par la relation entreprise/ parties prenantes.

$$VAP_i = K_s * (RI/K_s - \sum ROSt_i / n)$$

Avec :

VAP_i : valeur ajoutée par la partie prenante *i*;

K_s : coût de la relation entreprise et la partie prenante ;

RI : bénéfice anormal ;

ROSt: rendement de la partie prenante, ROSt= (RI/K_s) ;

n: nombre d'entreprise dans le même secteur

La VAP représente alors la valeur ajoutée par les parties prenantes par rapport à la moyenne du marché, appelée coût d'opportunité.

La valeur ajoutée par les parties prenantes proposée par Figge et Schaltegger (2000) sera introduite dans des modèles de régressions qui nous permettent de mesurer la relation entre la création de valeur par les parties prenantes et la création de valeur de l'entreprise.

3.2.3 La Formulation des hypothèses à tester.

Nous allons à présent explorer empiriquement l'influence positive qu'elle soit, négative ou neutre du cycle de financement (endettement, fonds propres, dividendes) par les firmes marocaines dans le cadre des deux approches de la création de valeur financière et managériale.

La relation entre le cycle de financement des entreprises et la création de valeur pour leurs actionnaires et partenaires apparaît assez complexe à définir vu l'impossibilité de réalisation des hypothèses et conditions théoriques préalables pour confirmer ou infirmer quelques propositions théoriques (exemple celles de Modigliani&Miller), à savoir le raisonnement dans un monde sans fiscalité, ou encore l'efficacité informationnelle du marché financier¹¹⁵.

En effet, et dans notre cas marocain, les décisions des entreprises sont affectées directement et fortement par les mesures fiscales (explicitées précédemment) et nous ne pouvons pas les nier dans notre étude. L'hypothèse d'efficacité du marché financier est très difficile à maintenir, parce que la bourse de Casablanca n'a pas encore atteint le stade de maturité informationnelle des pays développés, et ce malgré la libéralisation financière croissante de notre marché financier par les autorités publiques.

Alors que l'influence de la structure de financement et de la politique de distribution sur la création de valeur actionnariale reste ténue et controversée, l'impact sur la création de valeur partenariale constitue un champ d'investigation encore vierge. C'est précisément l'objet de cette recherche que d'approfondir la connaissance des relations entre décision financière et création de valeur sous ses deux approches.

En somme, nous projetons de tester empiriquement les hypothèses suivantes :

H1. La politique de financement pratiquée par les entreprises marocaines cotées en bourse, exerce une influence (positive ou négative) sur la création de valeur actionnariale (Market value added).

H2. La politique de distribution pratiquée par les entreprises marocaines cotées en bourse, exerce une influence (positive ou négative) sur la création de valeur actionnariale (Market value added).

H3. La politique de financement pratiquée par les entreprises marocaines cotées en bourse, exerce une influence (positive ou négative) sur la création de valeur partenariale (pour les partenaires stratégiques de l'entreprise : salariés, créanciers financiers, Etat...).

¹¹⁵Article de BAKIR.Kh : « L'efficacité des marchés financiers des pays émergents : l'exemple de la bourse de Casablanca » Laboratoire d'économie d'Orléans

H4. La politique des dividendes pratiquée par les entreprises marocaines cotées en bourse, exerce une influence (positive ou négative) sur la création de valeur partenariale (pour les partenaires stratégiques de l'entreprise : salariés, créanciers financiers, Etat...).

H5. Les conflits d'intérêts entre les parties prenantes (Créanciers financiers et salariés) en matière de partage de cette valeur créée influence la création de valeur actionnariale au sein de notre échantillon des entreprises marocaines cotées en bourse.

H6. Les conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes (créanciers financiers, salariés, Etat, actionnaires) en matière de partage de cette valeur créée influence la création de valeur partenariale au sein de notre échantillon des entreprises marocaines cotées en bourse.

3.3 Collecte et analyse des données.

3.3.1 Sources des données et processus de sélection de l'échantillon.

Notre étude porte sur un échantillon initial de 59 entreprises marocaines cotées à la bourse de Casablanca pendant la période 2005-2009. Les institutions financières ainsi que les compagnies d'assurances et les sociétés holding et celles qui ont fait l'objet de fusion, absorption ou pour cause d'absence de cotation sur l'un des cinq exercices ont été exclues. Notre échantillon final, après exclusion de ces sociétés, regroupe 235 observations pour 47 entreprises.

Les états financiers annuels sur les cinq années 2005-2009 (bilans, compte de résultat, ESG,...) ainsi que les données boursiers (les cours boursiers des 47 valeurs choisies, les dividendes distribués lors des cinq ans) proviennent de la base de données et des rapports publiés par la bourse des valeurs de Casablanca. Les données manquantes ont été complétées par consultation du site web officiel des entreprises cotées.

La présente investigation porte sur un échantillon représentatif des différents secteurs au Maroc (le secteur financier a été exclu) à savoir l'industrie avec 68%, et le commerce et les services avec 32%. Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des titres ainsi que les secteurs auxquels ils appartiennent.

Tableau 11 : Titres composants notre échantillon.

	Abréviations	Titres	Secteurs
1	AFG	AFRIQUIA GAZ	Pétrole et Gaz
2	ADH	ADDOHA IMMO	Immobilier
3	ALM	ALUMINIUM MAROC	Bâtiment et Matériaux de Construction
4	ATH	AUTO HALL	Distributeurs
5	ATN	AUTO NEJMA	Distributeurs
6	ADI	ALIANCE	Immobilier
7	BAL	BALIMA	Immobilier
8	BNM	BRANOMA	Boissons
9	BER	BERLIET MAROC	Distributeurs
10	BRM	BRASSERIE DU MAROC	Boissons
11	CRS	CARTIER SAADA	Agroalimentaire / Production
12	CLT	CENTRALE LAITIERE	Agroalimentaire / Production
13	CMA	CIMENT DU MAROC	Bâtiment et Matériaux de Construction

14	COL	COLORADO	Chimie
15	CSR	COSUMAR	Agroalimentaire / Production
16	CTM	CTM	Transport
17	DARI	DARI	Agroalimentaire / Production
18	DWAY	DISWAY	Matériels Logiciels et Services Informat
19	DLM	DELLATER	Ingénieries et Biens Equip Industriels
20	FBR	FENIE BROSSETTE	Distributeurs
21	FRT	FERTIMA	Distributeurs
22	HOL	HOLCIM	Bâtiment et Matériaux de Construction
23	HPS	HPS	Matériels Logiciels et Services Informat
24	IAM	IAM	Télécommunications
25	IBM	IB MAROC	Matériels Logiciels et Services Informat
26	INV	INVOLYS	Matériels Logiciels et Services Informat
27	LAC	LAFARGE	Bâtiment et Matériaux de Construction
28	LES	LESIEUR	Agroalimentaire / Production
29	LAV	LABEL VIE	Distributeurs
30	LYD	LYDEC	Services aux Collectivités
31	M2M	M2M GROUP	Matériels Logiciels et Services Informat
32	MAO	MAGHREB OXYGENE	Chimie
33	MNG	MANAGEM	Mines
34	MDP	MED PAPER	Sylviculture et Papier
35	MED	MEDIACO	Bâtiment et Matériaux de Construction
36	NEX	NEXAN	Equipements Electroniques et Electriques
37	OUL	OULMES	Boissons
38	PRO	PROMOPHARM	Industrie Pharmaceutique
39	REB	REBBAB	Mines
40	SAM	SAMIR	Pétrole et Gaz
41	SCE	SCE	Chimie
42	SMI	SMI	Mines
43	SONA	SONASID	Bâtiment et Matériaux de Construction
44	SOTC	SOTHEMA	Industrie Pharmaceutique
45	SRM	SRM	réalisation mécanique
46	TIM	TIMAR	Transport
47	UMR	UNIMER	Agroalimentaire / Production

Cette base de données traitée nous a permis d'analyser et comprendre de manière plus rigoureuse la formation et l'évolution de la valeur ajoutée du marché des entreprises marocaines cotées à la bourse de Casablanca, ainsi que l'évolution de la structure financière et de la politique de distribution de ces entreprises. Elle permet également de tester les hypothèses autour de la problématique de l'influence de la décision de financement des entreprises au Maroc sur la création de valeur pour l'ensemble de leurs actionnaires et également partenaires. Notre étude tente d'apporter une contribution dans ce sens.

3.3.2 Les contraintes d'échantillonnage.

L'étude s'est appuyée sur 59 sociétés cotées à la bourse de Casablanca entre 2005-2009. Cependant, et après exclusion de certaines sociétés, l'échantillon final de notre étude était de 235 observations et 47 entreprises.

Il est apparu que ce nombre d'entreprises cotées, ainsi que la période de cinq ans pouvait constituer, en conséquence, une base d'analyse satisfaisante.

Les catégories d'entreprises qui ont été ainsi retirées étaient pour les raisons suivantes :

- Les sociétés qui n'ont pas fait l'objet d'une cotation permanente sur les cinq années d'étude retenues, soit de 2005-2009. Ceci est l'exemple des entreprises introduites en bourse ou, à l'inverse, radiées de la cote en cours de période ; également les entreprises placées en redressement judiciaire lors de ces cinq ans.
- Les banques, établissements de crédit, sociétés de financement, compagnies d'assurances, et les holdings, compte tenu de leurs caractéristiques financières spécifiques, ainsi que de leur comportement atypique en matière de la politique d'endettement.
- D'autres sociétés, pour lesquelles un certain nombre de données manquantes empêchaient de mener à bien l'analyse.
- L'étroitesse de la place de Casablanca.

3.4 Méthodologie de la recherche.

La méthodologie utilisée dans le cadre de notre analyse empirique est celle des panels. Il s'agit d'une forme de régression multiple qui permet de traiter conjointement les effets individuels et les effets temporels. Cette double dimension permet de rendre compte simultanément de la dynamique de comportement et de leur éventuelle hétérogénéité, ce qui n'est possible avec les séries temporelles ou les coupes transversales (Sevestre (2002)).

Cette analyse des données de panel sera résolue à l'aide de trois logiciels économétriques à savoir : STATA.10, EVIEWS.5, XL-STAT.

Après présentation de notre méthodologie de panel, c'est l'analyse de la création de valeur actionnariale qui a été réalisée dans un premier temps, et de manière novatrice, c'est l'analyse de la création de valeur partenariale et son opérationnalisation qui a mobilisé l'attention. Or, comme cela a déjà été souligné, celle-ci pose un problème d'opérationnalisme délicat à résoudre ce qui fera l'objet d'un traitement spécial.

3.4.1 L'économétrie des données de panel.

L'économétrie des données de panel est une forme de régression multiple qui prend en compte aussi bien les effets temporels qu'individuels dans son analyse des relations et tendances des phénomènes. Elle se veut d'identifier l'effet associé à chaque individu, effet qui ne varie pas dans le temps, mais qui varie d'un individu à l'autre et qui peut être fixe ou aléatoire.

En effet, et sur le plan économique, les tests de l'économétrie des données de panel permet de déterminer si l'on est en droit de supposer que le modèle théorique étudié est parfaitement identique pour tous les pays ou individus étudiés, ou au contraire s'il existe des spécificités propres à chacun d'entre eux.

L'estimation par les moindres carrés ordinaires de toutes les données empilées présuppose l'homogénéité des firmes, ce qui peut conduire à des estimations biaisées. En effet, les disparités du secteur d'activité et le degré d'aversion au risque des actionnaires et/ou des dirigeants sont quelques raisons qui peuvent être à l'origine du relâchement de cette hypothèse d'homogénéité.

Quelques connaissances minimales¹¹⁶ sont nécessaires pour pouvoir interpréter un tableau de résultats d'estimation de panel à savoir : L'estimateur Pooled, des estimateurs du modèle à effets individuels fixes (Within), du modèle à effets individuels aléatoires (Between), des résultats des tests de Fischer, d'un estimateur de la variance des effets individuels, d'un estimateur de la variance totale, et de la statistique du test d'Hausman.

¹¹⁶Seront détaillées au fur et à mesure de notre analyse empirique dans le chapitre suivant.

Voilà ainsi résumés tous les éléments que nous nous proposons d'étudier tout au long de la partie pratique de notre travail de recherche.

Ainsi, les étapes de notre économétrie des données de panel seront enchainées comme suit :

- La 1^{ère} étape : Est consacrée aux tests de spécification. Il s'agit de déterminer la manière dont doivent être spécifiés nos modèles de panel (modèle de création de valeur actionnariale, et les quatre modèles de création de valeur partenariale), en d'autres termes si tant que l'hypothèse de panel puisse être acceptée. Nous verrons alors que toute l'analyse repose alors sur la notion d'homogénéité des paramètres du modèle envisagé.

Une des manières simples pour ne pas supposer l'existence d'un modèle totalement identique consiste à introduire des effets individuels sous la forme de constantes spécifiques, propres à chaque individu du panel. Les tests présentés visent ainsi à porter un diagnostic sur l'éventuelle nécessité d'intégrer une dimension hétérogène et sur la manière dont cette hétérogénéité doit être spécifiée.

- La 2^{ème} étape : Nous présenterons le modèle à effets individuels qui suppose l'existence de coefficients identiques pour tous les individus et de constantes spécifiques. Ce type de modélisation montre que la relation économique entre les individus ne diffère qu'au niveau des constantes introduites dans le modèle. Nous assisterons ensuite à la construction du modèle et à sa représentation sous forme vectorielle en faisant recours à la méthode d'empilement par individus.

- La 3^{ème} étape : Est consacré à la présentation de notre modèle sous la forme d'un modèle à effets individuels fixes. C'est-à-dire que nous estimons que les effets individuels sont des paramètres déterministes. Nous serons alors amenés à présenter la construction et les propriétés de l'estimateur Within des coefficients du modèle.

- La 4^{ème} étape : Nous présenterons ensuite le modèle à effets individuels aléatoires. On suppose ici que les effets individuels ne sont plus des paramètres, mais des variables aléatoires possédant une distribution commune pour tous les individus. Nous étudierons ensuite les différents estimateurs des coefficients du modèle à effets aléatoires et plus particulièrement l'estimateur des Moindres Carrés Généralisés.

- La dernière étape : Sera consacrée aux tests de spécification des effets individuels. La question est alors de savoir quel modèle, parmi les modèles à effets aléatoires et effets fixes, doit être retenu. Le test d'Hausman (1978) qui constitue le test standard de spécification des effets individuels sera présenté pour trancher de cette question.

3.4.2 La modélisation économétrique du modèle de CDV actionnariale.

La méthodologie développée consiste à mesurer, sur un échantillon de 47 sociétés marocaines cotées en bourse, l'influence sur la création de valeur actionnariale (dans un premier temps, puis sur la CDV partenariale dans un deuxième temps) de la structure du capital et de la politique des dividendes sur une période de cinq années, de 2005 à 2009.

À partir d'une base de données regroupant les états financiers empilés et traités de 47 sociétés cotées à la BVC sur la période 2005-2009, des analyses des données de panel ont été mises en œuvre à cette fin et ont été effectuées à l'aide du logiciel STATA.10, EVIEWS et XL.STAT afin de déterminer le pouvoir explicatif de différentes variables comptables et financières sur la création de valeur financière (MVA) et managériale.

Cette investigation économétrique des différentes variables présumées influencer la CDV actionnariale, présente dans un premier lieu les variables indépendantes susceptibles d'affecter cette création de valeur. Ensuite, les estimations et coefficients sont présentés et interprétés à l'aide des justifications théoriques des signes attendus des coefficients.

La même méthodologie économétrique du panel est utilisée dans un deuxième temps, pour étudier l'influence de la décision financière de financement et de distribution sur la création de valeur partenariale. Les modèles économétriques ont été établis avec le logiciel Math type pour

donner à ces modèles leur format mathématique invariable avec les caractéristiques du Microsoft offices.

3.4.2.1 Les variables du modèle de Création de Valeur actionnariale.

- La variable dépendante : La création de valeur du marché (voire destruction de valeur).

Les multiples études empiriques qui ont porté sur la performance des entreprises, révèlent une pluralité de critères, qui supposent tous que la valeur boursière représente fidèlement la valeur créée par l'entreprise. Cette hypothèse permettant en outre de résoudre facilement le problème de la mesure de cette création de valeur financière. En effet, les cours boursiers ont toujours, constitués une mesure directe et pratique de la valeur de l'entreprise grâce notamment à l'efficience informationnelle supposée des marchés financiers.

Dans notre travail de recherche, la création de valeur actionnariale qui a été retenue comme variable dépendante du premier modèle, a été appréciée par un indicateur de valeur boursière ajoutée, inspiré de la méthode Market Value Added (MVA de Stewart (1991)), qui mesure la création de richesse accumulée par les actionnaires en contre partie de leurs fonds engagés dans l'entreprise. C'est une version simplifiée de l'indicateur qui a été retenue dans notre travail de recherche, afin d'éviter les distorsions méthodologiques liées aux retraitements ou ajustements comptables préconisés par Stewart (difficulté d'accès aux données). C'est la valeur boursière ajoutée relative, rapportant la différence entre la valeur de marché et la valeur comptable des capitaux employés à la valeur comptable de ces capitaux, qui a été calculée et intégrée à l'étude.

Dans de nombreuses études, il est fréquent, malgré les biais induits, que la valeur de marché des dettes bancaires soit estimée par leur valeur bilancielle¹¹⁷.

- Les variables explicatives.

Plusieurs catégories de variables explicatives ont été intégrées à l'étude : les deux principales variables présumées explicatives de la création de valeur actionnariale, à savoir : la structure financière, et la politique de distribution de dividende, mais aussi d'autres variables financières et économiques, ainsi que des variables de contrôle telles que la taille et le secteur d'activité, afin de cerner les facteurs susceptibles d'influencer la création de valeur financière.

1. La politique de financement a été appréhendée au travers la structure financière des entreprises, et a été opérationnalisée par la mesure de l'endettement par le ratio dettes financières/capitaux propres (données annuelles sur la période 2005-2009).

2. La politique de distribution appréhendée au travers les dividendes annuels versés aux actionnaires (données annuelles sur la période 2005-2009).

3. La politique d'investissement appréhendée au travers des dépenses en immobilisations corporelles rapportées au chiffre d'affaires HT, (données annuelles sur la période 2005-2009).

Myers (1977) suggère que le problème de sous investissement lié au financement par dette est plus faible pour les firmes disposant davantage d'actifs immobilisés.

En effet, la conséquence directe de la politique d'investissement d'une entreprise est la variation positive de la valeur de ses capitaux propres s'il s'agit d'un investissement rentable. En effet, La décision d'investissement est de ce fait une décision cruciale, et a trois types de conséquences :

- Si la rentabilité anticipée de l'investissement est supérieure à la rentabilité exigée par les investisseurs, la valeur des capitaux propres augmente instantanément.
- Si la rentabilité anticipée de l'investissement est égale à la rentabilité exigée par les investisseurs, il n'y a ni enrichissement ni appauvrissement des bailleurs de fonds.

¹¹⁷Charreaux. G : « Le point sur ... La mesure de performance des entreprises »1998.

- Enfin, si la rentabilité anticipée de l'investissement est inférieure à la rentabilité exigée par les investisseurs, il y'a plutôt destruction de la valeur donc appauvrissement des bailleurs de fonds.

Il y'a création de valeur (valeur de l'actif économique supérieure au montant comptable de l'actif économique) quand la rentabilité économique est supérieure au coût moyen pondéré du capital, c'est-à-dire au taux de rentabilité exigé par l'ensemble des pourvoyeurs de fonds de l'entreprise.

4. La marge brute d'exploitation, correspondant au rapport entre l'excédent brut d'exploitation et le chiffre d'affaires (données annuelles sur la période 2005-2009). Elle a été intégrée à l'analyse, dans la mesure où Rappaport (1986) et Copeland et *al.* (1991) recommandent de retenir les niveaux d'activité et de marge des firmes comme variables déterminantes de la création de valeur actionnariale.

Des variables indicatrices ont été également introduites afin de tenir compte de l'effet spécifique de ces variables sur la création de valeur financière.

5. CAAECE: Ce ratio est le rapport entre le chiffre d'affaires des entreprises et leur actif économique (CA/ACTIF ECO). Il exprime l'efficacité de l'actif économique et a été intégré dans l'étude pour détecter si l'efficacité de cet actif contribue à la création de valeur financière (données annuelles sur la période 2005-2009).

6. VACF: La part de la Valeur Ajoutée allouée aux créanciers financiers a été également intégrée dans notre étude comme proxy de la création de valeur allouée à ce partenaire stratégique de l'entreprise, et ce afin de confirmer ou infirmer les propositions théoriques sur l'impact négatif des conflits d'agence entre ces deux parties (les créanciers et les actionnaires) en matière de création de valeur. (Données annuelles sur la période 2005-2009).

7. VASAL: La part de la Valeur Ajoutée allouée aux salariés. Nous avons également, intégré cette variable comme étant un proxy de la création de valeur allouée aux salariés partenaires de l'entreprise, et ce afin de détecter si la création de valeur actionnariale est affectée par la part de valeur allouée aux salariés et s'il y'a bien un impact de ce conflit d'intérêt entre salariés/actionnaires autour de la répartition de la valeur. (Données annuelles sur la période 2005-2009).

8. La taille de l'entreprise, Appréhendée par le logarithme du total de l'actif du bilan (Faccio et al (2001)) sur la période 2005-2009. La taille de l'entreprise a été généralement associée dans la littérature à un niveau d'endettement élevé. Ceci est expliqué par l'existence d'une relation négative entre la taille de l'entreprise et sa probabilité de défaillance, généralement formulée par l'expression "too big to fail". En effet, les investisseurs ont toujours un œil vigilant sur la taille de l'entreprise car constitue un signe d'information susceptible de les inciter à participer dans le capital de l'entreprise au lieu de lui prêter des fonds (Rajan & Zingales 1995). Ces deux auteurs soulignent en effet, que la taille peut être utilisée comme proxy de la probabilité de faillite de la firme, et que les firmes de grande taille, plus transparentes souffrent moins d'asymétrie informationnelle, et ont facilement accès au marché financier.

9. Le secteur d'activité : Les risques systématiques (les changements imprévus dans la structure des taux d'intérêts, dans les attentes des profits des entreprises...) qui diffèrent d'un secteur à l'autre sont à l'origine des différences entre les secteurs. Ces facteurs de risque tendent en effet, à influencer de façon différenciée et systématique le niveau de risque inhérent aux secteurs comme l'ont montré plusieurs études empiriques (M.Berry, E. Burmeister et M. McElroy, 1998). L'étude du lien entre le secteur d'activité et la performance boursière des entreprises a fait l'objet d'approfondissements à partir du concept de groupe stratégique¹¹⁸ créé par M.S.Hunt.

¹¹⁸ C'est l'ensemble des entreprises d'un secteur qui suivent les mêmes stratégies ou des stratégies semblables suivant toutes les dimensions stratégiques (M.Porter 1981).

A .Ryans et D.Witting (1985) utilisent le MEDAF pour analyser les groupes stratégiques et concluent que les actions des entreprises d'un groupe stratégique ont tendance à évoluer ensemble.

D'autres auteurs comme Lewis.P et H.Thomas (1990) démontrent le contraire, que les performances économiques et boursières varient plus à l'intérieur des groupes stratégiques qu'entre eux, ceci signifie qu'en ce qui concerne les performances boursières, les marchés financiers s'intéressent plus aux entreprises en tant que telles qu'à leur contexte concurrentiel¹¹⁹.

Cependant, le faible nombre d'entreprises dans certains secteurs d'activité présentent plusieurs difficultés pratiques et rendent ainsi difficile toute comparaison. Cette variable a pris la forme d'un regroupement des firmes de l'échantillon en deux catégories, celles appartenant au secteur industriel et celles appartenant au secteur de commerce et des services.

Le choix de ces variables est en effet, dicté d'une part par la volonté de comparer nos résultats avec ceux de la littérature et de l'autre part, par la contrainte de disponibilité de données.

En effet, le caractère statique de la base de données utilisée ne permet pas de construire des proxys fiables pour d'autres variables telles que la volatilité de l'activité, la structure de propriété de l'entreprise ou encore l'existence d'opportunités d'investissement.

Le tableau suivant propose un récapitulatif de l'ensemble des variables du modèle de création de valeur actionnariale :

¹¹⁹ HIRIGOYEN. G, CABY. J : « La création de valeur de l'entreprise » Edition ECONOMICA Paris 2001.

Tableau 12 : Présentation synthétique des variables du modèle de création de valeur actionnariale.

Variables à expliquer : la création de valeur actionnariale.	
MVA	Market value added : (Valeur de marché des capitaux employés-valeur comptable des capitaux employés)/valeur comptable des capitaux employés¹²⁰ $MVA = (capitalisation\ boursière - FP\ comptables) / (la\ valeur\ comptable\ des\ FP\ et\ des\ dettes)$ (données annuelles sur la période 2005-2009).
Variables explicatives et de contrôle	
END	Politique d'endettement Dettes financières/capitaux propres (Données annuelles sur la période 2005-2009).
DIV	Montant des DIVIDENDES annuels distribués (Données annuelles sur la période 2005-2009).
INV	Politique d'investissement Investissement en immobilisations corporelles/chiffre d'affaires HT (données annuelles sur la période 2005-2009).
MBE	Marge brute d'exploitation Excédent brut d'exploitation/chiffre d'affaires HT (données annuelles sur la période 2005-2009).
CAAECO	CA/ACTIF ECO = L'efficacité de l'actif économique (données annuelles sur la période 2005-2009).
VACF	La part de la Valeur Ajoutée allouée aux créanciers financiers. (données annuelles sur la période 2005-2009).
VASAL	La part de la Valeur Ajoutée allouée aux salariés. (données annuelles sur la période 2005-2009). $VASAL = (charges\ de\ personnel / valeur\ ajoutée)$
TAILLE	Taille Logarithme du total des actifs (Données annuelles sur la période 2005-2009).
SECT	Secteur d'activité 0=industrie, 1=commerce+services

¹²⁰Valeur de marché des capitaux employés : capitalisation boursière+valeur comptable des autres sources de financement (intérêts minoritaires+provisions pour risques et charges+dettes financières).

Valeur comptable des capitaux employés : capitaux propres+intérêts minoritaires+provisions pour risques et charges+dettes financières.

3.4.2.2 Les statistiques descriptives des variables du modèle de CDV actionnariale.

	MVA	END	DIV	INV	VACF	VASAL	VAETA	MBE	CAAECO	TAILL	SECT
Mean	583.1880	-0.185141	1.49E+08	0.369397	0.002081	0.263933	0.049426	0.185871	1.909640	8.915493	0.319149
Median	1.067400	0.038400	19550000	0.222900	0.025200	0.315500	0.109100	0.161100	1.463500	8.811000	0.000000
Maximum	135906.0	17.27370	3.67E+09	2.789100	0.925600	2.170800	3.904400	0.608000	13.91750	10.66200	1.000000
Minimum	-1.000000	-130.5148	0.000000	0.000000	-7.772200	-7.255800	-23.54050	-0.941000	0.000000	7.068200	0.000000
Std. Dev.	8865.223	8.639304	3.97E+08	0.430953	0.619057	0.686183	1.590775	0.169630	1.650631	0.689626	0.467142
Skewness	15.23162	-14.66273	6.055569	2.449046	-10.80671	-7.316328	-13.90350	-0.556248	2.549026	0.283742	0.775940
Kurtosis	233.0030	222.3518	47.59714	11.04671	126.1649	73.95194	207.7242	10.75896	14.84478	2.669141	1.602083
Jarque-Bera	527079.6	479548.9	20910.93	868.9201	153109.7	51389.53	417959.4	601.5908	1628.246	4.225153	42.71619
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.120926	0.000000
Sum	137049.2	-43.50820	3.49E+10	86.80838	0.489000	62.02430	11.61510	43.67966	448.7653	2095.141	75.00000
Sum Sq. Dev.	1.84E+10	17465.19	3.69E+19	43.45854	89.67621	110.1782	592.1522	6.733200	637.5525	111.2866	51.06383
Observations	235	235	235	235	235	235	235	235	235	235	235

Graphique 2 : les courbes individuels de l'évolution de ces variables du modèle de CDV actionnariale (expliquée et explicatives) sur la période 2005-2009 : voir annexe 5.

3.4.2.3 La construction du modèle de CDV actionnariale.

Sur la base des hypothèses formulées, et des variables explicatives et de contrôle afférentes, le modèle mis en œuvre a été le suivant :

$$MVA_i = \alpha_i + \beta'_{i,1} END + \beta'_{i,2} DIV + \beta'_{i,3} INV + \beta'_{i,4} VACF + \beta'_{i,5} VASAL + \beta'_{i,6} MBE + \beta'_{i,7} CAAECO + \beta'_{i,8} TAILL + \beta'_{i,9} SECT + \varepsilon_{i,t}$$

Avec : $i \in [1;47]$

$\varepsilon_{i,t}$: les résidus non expliqués par les variables du modèle.

3.4.3 La modélisation économétrique des modèles de CDV partenariale.

L'opérationnalisation des variables du deuxième modèle de l'approche partenariale, en particulier celle de la variable dépendante, la création de valeur partenariale, s'est efforcée d'emprunter une voie originale. En effet, en raison de la difficulté de mesure de cette valeur partenariale, nous l'avons estimée par des données de répartition de la valeur ajoutée économique sur les différents partenaires de l'entreprise à savoir :

- CDV pour les salariés ;
- CDV pour les créanciers financiers ;
- CDV pour les actionnaires (vision comptable et économique) ;
- CDV pour l'Etat.

Cependant, la valeur partenariale créée est certes, différente de la valeur ajoutée, car d'une part, cette dernière est évaluée à partir des prix et coûts explicites et égale à la différence entre les ventes et les consommations externes. Par ailleurs, la mesure partenariale n'est pertinente que si les coûts d'opportunité prennent en compte, pour déterminer la rémunération d'opportunité, la nécessité de préserver la valeur du capital apporté. La mesure du coût d'opportunité doit, en effet, inclure le remboursement du capital investi (pour les créanciers, le principal). D'autre part, la valeur ajoutée ne retient comme facteur externe que les consommations de biens et services externes. Cependant, et à cause du problème

d'opérationnalisation de cette approche partenariale, la valeur ajoutée économique s'est imposée pour sortir de l'impasse.

3.4.3.1 Les variables des modèles de Création de Valeur partenariale.

- 1^{er} modèle : CDV pour les salariés :

Tableau 13 : Présentation synthétique des variables du 1^{er} modèle.

Variable à expliquer : la création de valeur pour les salariés	
CDVSAL	<i>La part de la valeur ajoutée allouée aux salariés</i> Charges de personnel/valeur ajoutée (Données annuelles sur la période 2005-2009).
Variables explicatives et de contrôle	
END	<i>Politique d'endettement</i> Dettes financières/capitaux propres (Données annuelles sur la période 2005-2009).
DIV	<i>Montant des DIVIDENDES annuels distribués</i> (Données annuelles sur la période 2005-2009).
INV	<i>Politique d'investissement</i> Investissement en immobilisations corporelles/chiffre d'affaires HT (Données annuelles sur la période 2005-2009).
MBE	<i>Marge brute d'exploitation</i> Excédent brut d'exploitation/chiffre d'affaires HT (données annuelles sur la période 2005-2009).
CAAECO	<i>CA/ACTIF ECO = L'efficacité de l'actif économique</i> (données annuelles sur la période 2005-2009).
RLTCA	<i>Résultat net / CA = Le rendement commercial de l'entreprise.</i> (données annuelles sur la période 2005-2009).
CDVCF	<i>La part de la Valeur Ajoutée allouée aux créanciers financiers.</i> (données annuelles sur la période 2005-2009).
CDVACT	<i>La part de la Valeur Ajoutée allouée aux actionnaires.</i> (données annuelles sur la période 2005-2009).
CDVETA	<i>La part de la Valeur Ajoutée allouée à l'Etat.</i> (données annuelles sur la période 2005-2009).
TAILLE	<i>Taille</i> Logarithme du total des actifs (Données annuelles sur la période 2005-2009).
SECTEUR	<i>Secteur d'activité</i> 0=industrie, 1=commerce+services

- 2^{ème} modèle : CDV pour les créanciers financiers :

Tableau 14 : Présentation synthétique des variables du 2^{ème} modèle.

Variable à expliquer : la création de valeur pour les créanciers financiers.	
CDVCF	<i>La part de la Valeur Ajoutée allouée aux créanciers financiers.</i> Charges des intérêts/valeur ajoutée (Données annuelles sur la période 2005-2009).
Variables explicatives et de contrôle	
END	<i>Politique d'endettement</i> Dettes financières/capitaux propres (Données annuelles sur la période 2005-2009).
DIV	<i>Montant des DIVIDENDES annuels distribués</i> (Données annuelles sur la période 2005-2009).
INV	<i>Politique d'investissement</i> Investissement en immobilisations corporelles/chiffre d'affaires HT (Données annuelles sur la période 2005-2009).
MBE	<i>Marge brute d'exploitation</i> Excédent brut d'exploitation/chiffre d'affaires HT (données annuelles sur la période 2005-2009).
CAAECO	<i>CA/ACTIF ECO = L'efficacité de l'actif économique</i> (données annuelles sur la période 2005-2009).
RLTCA	<i>Résultat net / CA = Le rendement commercial de l'entreprise.</i> (données annuelles sur la période 2005-2009).
CDVSAL	<i>Part de la valeur ajoutée allouée aux salariés</i> Charges de personnel/valeur ajoutée (Données annuelles sur la période 2005-2009).
CDVACT	<i>La part de la Valeur Ajoutée allouée aux actionnaires.</i> (données annuelles sur la période 2005-2009).
CDVETA	<i>La part de la Valeur Ajoutée allouée à l'Etat.</i> (données annuelles sur la période 2005-2009).
TAILLE	<i>Taille</i> Logarithme du total des actifs (Données annuelles sur la période 2005-2009).
SECTEUR	<i>Secteur d'activité</i> 0=industrie, 1=commerce+services

- 3^{ème} modèle : CDV pour les actionnaires (vision comptable et économique):

Tableau 15 : Présentation synthétique des variables du 3^{ème} modèle.

Variable à expliquer : la création de valeur pour les actionnaires.	
CDVACT	<i>La part de la Valeur Ajoutée allouée aux actionnaires.</i> Montant des dividendes distribués /valeur ajoutée (Données annuelles sur la période 2005-2009).
Variables explicatives et de contrôle	
END	<i>Politique d'endettement</i> Dettes financières/capitaux propres (Données annuelles sur la période 2005-2009).
DIV	<i>Montant des DIVIDENDES annuels distribués</i> (Données annuelles sur la période 2005-2009).
INV	<i>Politique d'investissement</i> Investissement en immobilisations corporelles/chiffre d'affaires HT (Données annuelles sur la période 2005-2009).
MBE	<i>Marge brute d'exploitation</i> Excédent brut d'exploitation/chiffre d'affaires HT (données annuelles sur la période 2005-2009).
CAAECO	<i>CA/ACTIF ECO = L'efficacité de l'actif économique</i> (données annuelles sur la période 2005-2009).
RLTCA	<i>Résultat net / CA = Le rendement commercial de l'entreprise.</i> (données annuelles sur la période 2005-2009).
CDVSAL	<i>Part de la valeur ajoutée allouée aux salariés</i> Charges de personnel/valeur ajoutée (Données annuelles sur la période 2005-2009).
CDVCF	<i>La part de la Valeur Ajoutée allouée aux créanciers financiers.</i> (données annuelles sur la période 2005-2009).
CDVETA	<i>La part de la Valeur Ajoutée allouée à l'Etat.</i> (données annuelles sur la période 2005-2009).
TAILLE	<i>Taille</i> Logarithme du total des actifs (Données annuelles sur la période 2005-2009).
SECTEUR	<i>Secteur d'activité</i> 0=industrie, 1=commerce+services

- 4^{ème} modèle : CDV pour l'Etat :

Tableau 16 : Présentation synthétique des variables du 4^{ème} modèle.

Variable à expliquer : la création de valeur pour l'Etat	
CDVETA	<i>La part de la Valeur Ajoutée allouée à l'Etat.</i> Taxes et impôts /valeur ajoutée (Données annuelles sur la période 2005-2009).
Variables explicatives et de contrôle	
END	<i>Politique d'endettement</i> Dettes financières/capitaux propres (Données annuelles sur la période 2005-2009).
DIV	<i>Montant des DIVIDENDES annuels distribués</i> (Données annuelles sur la période 2005-2009).
INV	<i>Politique d'investissement</i> Investissement en immobilisations corporelles/chiffre d'affaires HT (Données annuelles sur la période 2005-2009).
MBE	<i>Marge brute d'exploitation</i> Excédent brut d'exploitation/chiffre d'affaires HT (données annuelles sur la période 2005-2009).
CAAECO	<i>CA/ACTIF ECO = L'efficacité de l'actif économique</i> (données annuelles sur la période 2005-2009).
RLTCA	<i>Résultat net / CA = Le rendement commercial de l'entreprise.</i> (données annuelles sur la période 2005-2009).
CDVSAL	<i>Part de la valeur ajoutée allouée aux salariés</i> Charges de personnel/valeur ajoutée (Données annuelles sur la période 2005-2009).
CDVCF	<i>La part de la Valeur Ajoutée allouée aux créanciers financiers.</i> (données annuelles sur la période 2005-2009).
CDVACT	<i>La part de la Valeur Ajoutée allouée aux actionnaires.</i> (données annuelles sur la période 2005-2009).
TAILLE	<i>Taille</i> Logarithme du total des actifs (Données annuelles sur la période 2005-2009).
SECTEUR	<i>Secteur d'activité</i> 0=industrie, 1=commerce+services

3.4.3.2 Les statistiques descriptives des variables des modèles de Création de Valeur partenariale.

	CDVACT	CDVCF	CDVSAL	CDVETA	DIV	END	INV	MBE	RLTCA	CAAEC O	TAILL	SECT
Mean	-0.011502	0.002081	0.263933	0.049426	1.49E+08	-0.185141	0.369397	0.185871	0.231791	1.909640	8.915493	0.319149
Median	0.160100	0.025200	0.315500	0.109100	19550000	0.038400	0.222900	0.161100	0.084800	1.463500	8.811000	0.000000
Maximum	13.49990	0.925600	2.170800	3.904400	3.67E+09	17.27370	2.789100	0.608000	28.96600	13.91750	10.66200	1.000000
Minimum	-28.86160	-7.772200	-7.255800	-23.54050	0.000000	-130.5148	0.000000	-0.941000	0.281900	0.000000	7.068200	0.000000
Std. Dev.	3.109257	0.619057	0.686183	1.590775	3.97E+08	8.639304	0.430953	0.169630	1.887365	1.650631	0.689626	0.467142
Skewness	-5.372339	-10.80671	-7.316328	-13.90350	6.055569	-14.66273	2.449046	-0.556248	15.11281	2.549026	0.283742	0.775940
Kurtosis	48.10215	126.1649	73.95194	207.7242	47.59714	222.3518	11.04671	10.75896	230.5746	14.84478	2.669141	1.602083
Jarque-Bera	21048.68	153109.7	51389.53	417959.4	20910.93	479548.9	868.9201	601.5908	516057.8	1628.246	4.225153	42.71619
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.120926	0.000000
Sum	-2.703000	0.489000	62.02430	11.61510	3.49E+10	-43.50820	86.80838	43.67966	54.47081	448.7653	2095.141	75.00000
Sum Sq. Dev.	2262.191	89.67621	110.1782	592.1522	3.69E+19	17465.19	43.45854	6.733200	833.5419	637.5525	111.2866	51.06383
Observations	235	235	235	235	235	235	235	235	235	235	235	235

Graphique 3 : Les graphiques individuels de l'évolution de ces variables du modèle de CDV partenariale (expliquée et explicatives) sur la période 2005-2009 : voir annexe 6.

3.4.3.3 La construction des modèles de Création de Valeur partenariale.

- Le modèle de CDV pour les salariés.

On considère la CDV pour les salariés modélisée comme suit :

$$CDVSAL_{it} = \alpha_i + \beta'_{i,1} END + \beta'_{i,2} DIV + \beta'_{i,3} CDVACT + \beta'_{i,4} CDVCF + \beta'_{i,5} CDVETA + \beta'_{i,6} INV + \beta'_{i,7} MBE + \beta'_{i,8} RLTCA + \beta'_{i,9} CAAECO + \beta'_{i,10} TAILLE + \beta'_{i,11} SECT + \varepsilon_{i,t}$$

Avec : $i \in [1;47]$

$\varepsilon_{i,t}$: les résidus non expliqués par les variables de notre modèle.

- Le modèle de CDV pour les créanciers financiers.

On considère la CDV pour les créanciers financiers modélisée comme suit :

$$CDVCF_{it} = \alpha_i + \beta'_{i,1} END + \beta'_{i,2} DIV + \beta'_{i,3} CDVACT + \beta'_{i,4} CDVSAL + \beta'_{i,5} CDVETA + \beta'_{i,6} INV + \beta'_{i,7} MBE + \beta'_{i,8} RLTCA + \beta'_{i,9} CAAECO + \beta'_{i,10} TAILLE + \beta'_{i,11} SECT + \varepsilon_{i,t}$$

Avec : $i \in [1;47]$

$\varepsilon_{i,t}$: les résidus non expliqués par les variables de notre modèle.

- Le modèle de CDV pour les actionnaires.

On considère la CDV pour les créanciers financiers modélisée comme suit :

$$CDVACT_{it} = \alpha_i + \beta'_{i,1} END + \beta'_{i,2} DIV + \beta'_{i,3} CDVCF + \beta'_{i,4} CDVSAL + \beta'_{i,5} CDVETA + \beta'_{i,6} INV + \beta'_{i,7} MBE + \beta'_{i,8} RLTCA + \beta'_{i,9} CAAECO + \beta'_{i,10} TAILLE + \beta'_{i,11} SECT + \varepsilon_{i,t}$$

Avec : $i \in [1;47]$

$\varepsilon_{i,t}$: les résidus non expliqués par les variables de notre modèle.

- Le modèle de CDV pour l'ETAT :

On considère la CDV pour les créanciers financiers modélisée comme suit :

$$CDVETA_i = \alpha_i + \beta'_{i,1} END + \beta'_{i,2} DIV + \beta'_{i,3} CDVACT + \beta'_{i,4} CDVSAL + \beta'_{i,5} CDVCF + \beta'_{i,6} INV + \beta'_{i,7} MBE + \beta'_{i,8} RLTA + \beta'_{i,9} CAAECO + \beta'_{i,10} TAILLE + \beta'_{i,11} SECT + \varepsilon_{i,t}$$

Avec : $i \in [1;47]$

$\varepsilon_{i,t}$: les résidus non expliqués par les variables de notre modèle.

QUATRIEME CHAPITRE

L'INFLUENCE DE LA STRUCTURE FINANCIERE ET DE LA POLITIQUE DES DIVIDENDES SUR LA CREATION DE VALEUR ACTIONNARIALE ET PARTENARIALE : RESULTATS ET INTERPRETATION.

Après avoir exposé notre approche et après avoir analysé notre méthodologie, il nous reste maintenant à juger cette dernière à ses fruits. Tel est notre propos dans ces prochains chapitres de la thèse qui décrivent les résultats de notre approche : l'influence de la structure financière et de la politique des dividendes sur la Création de Valeur actionnariale et partenariale, que nous avons menée sur les introductions en bourse effectuées sur Casablanca entre la période 2005/2009.

Ce chapitre présente les résultats de la vérification empirique des hypothèses formulées dans le cadre de la Création de Valeur actionnariale et partenariale. Il s'agit en effet, de vérifier l'existence de relation d'influence (positive ou négative) entre les décisions financières (financement et de distribution de dividendes) et la Création de Valeur sous ses deux facettes, respectivement présentées par les variables END (endettement), DIV (montants des dividendes distribués) et la MVA (Market Value Adde), CDVSAL, CDVCF, CDVACT, CDVETA.

Nous cherchons également dans ce chapitre à examiner l'impact des conflits d'intérêt entre les principaux partenaires de l'entreprise marocaine sur la Création et le partage de la Valeur.

La méthodologie utilisée dans le cadre de notre analyse empirique est celle des panels. Il s'agit d'une forme de régression multiple qui permet de traiter conjointement les effets individuels et les effets temporels. Cette double dimension permet :

- de rendre compte simultanément de la dynamique de comportement et de leur éventuelle hétérogénéité, ce qui n'est pas possible avec les séries temporelles ou les coupes transversales (Sevestre (2002)).
- de contrôler l'influence des caractéristiques non observables des individus sur leur comportement, dès lors que celles ci restent stables dans le temps (Sevestre (2002)).

L'estimation par la méthode des moindres carrés ordinaires de toutes les données empilées présuppose l'homogénéité des firmes, ce qui peut conduire à des estimateurs biaisés. Les disparités du secteur d'activité ainsi que le degré d'aversion au risque des actionnaires et / ou des dirigeants sont quelques raisons qui soutiennent le relâchement de l'hypothèse d'homogénéité.

L'économétrie des données de panel permet de tenir compte de l'hétérogénéité des observations dans leurs dimensions individuelles par la prise en compte d'un effet spécifique fixe ou aléatoire.

Ainsi dans ce qui suit nous présenterons d'abord les résultats des données de panels de la valeur actionnariale (4.1) des 47 entreprises de notre échantillon sur la période 2005/2009, avant de les interpréter (4.2) en se référant au contexte théorique et marocain. Les résultats des données de panels de la valeur partenariale (4.3) et leur interprétation (4.4) seront par la suite explicités.

4.1 Les résultats des données de panels : Valeur actionnariale.

4.1.1 Test de spécification ou test d'homogénéité.

Les données de panel possèdent deux dimensions : une pour les individus et une pour le temps. Il est souvent intéressant d'identifier l'effet associé à chaque individu, effet qui ne varie pas dans le temps, mais qui varie d'un individu à l'autre. Ainsi, cet effet peut être fixe ou aléatoire.

En effet, et lorsque nous avons un échantillon de données de panel, la toute première chose qu'il convient de vérifier est la spécification homogène ou hétérogène du processus générateur de données. Sur le plan économétrique, cela revient à tester l'égalité des coefficients du modèle étudié dans la dimension individuelle. Sur le plan économique, les tests de spécification reviennent à déterminer si l'on est en droit de supposer que le modèle théorique étudié est parfaitement identique pour toutes les entreprises, ou au contraire s'il existe des spécificités propres à chaque entreprise.

On considère le modèle (1.1) et l'on suppose que les résidus $\varepsilon_{i,t}$ sont indépendamment distribués dans les dimensions i et t (respectivement dimension individuelle et temporelle), suivant une loi normale d'espérance nulle et de variance σ^2 supposée connue.

• **Modèle :**

$$MVA_i = \alpha_i + \beta'_{i,1} \text{END} + \beta'_{i,2} \text{DIV} + \beta'_{i,3} \text{INV} + \beta'_{i,4} \text{VACF} + \beta'_{i,5} \text{VASAL} + \beta'_{i,6} \text{MBE} + \beta'_{i,7} \text{CAAECO} + \beta'_{i,8} \text{TAILLE} + \beta'_{i,9} \text{SECT} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.1)$$

Avec : $i \in [1;47]$

La procédure consiste à tester l'égalité des 47 constantes individuelles α_i ; sous l'hypothèse de coefficients β_i communs à toutes les entreprises:

$$H_0: \alpha_i = \alpha \quad \text{quelque soit } i \in [1;47]$$

$$H_1: \alpha_i \neq \alpha_j \quad / 3 (i; j) \in [1;47]$$

Sous l'hypothèse nulle, on impose $\beta_i = \beta$. Sous l'hypothèse d'indépendance et de normalité des résidus, on construit une statistique de Fischer pour tester ces 47-1 restrictions linéaires. Cette statistique suit une loi de Fischer avec 46 et 180 degrés de liberté. Si l'on rejette l'hypothèse nulle H_0 d'homogénéité des constantes α_i , on obtient alors un modèle de panel avec effets individuels sous la forme suivante :

$$MVA_i = \alpha_i + \beta'_1 \text{END} + \beta'_2 \text{DIV} + \beta'_3 \text{INV} + \beta'_4 \text{VACF} + \beta'_5 \text{VASAL} + \beta'_6 \text{MBE} + \beta'_7 \text{CAAECO} + \beta'_8 \text{TAILLE} + \beta'_9 \text{SECT} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.2)$$

Dans le cas où l'on accepte l'hypothèse nulle H_0 , on retrouve alors une structure de panel totalement homogène (modèle pooled).

- **Test de présence d'effets individuels :**

On observe tout d'abord que le panel est cylindré (balanced), c'est à dire qu'il comporte le même nombre de points dans la dimension temporelle pour tous les individus. On a ici N (individus) = 47 et $T = 5$ (années) ; soit 235 observations.

La réalisation de la première régression de détection des effets individuels, nous montre d'abord que notre modèle d'explication de la création de valeur actionnariale par les variables choisies est un modèle significatif (p-value¹²¹ du test de Fisher est de 0.0001 < 0.05) c'est-à-dire que tous les coefficients de notre modèle sont différents de zéro. Alors que la réalisation de la statistique de Fischer associée au test H_0 de détection des effets individuels, notée F ; est de 4.16. Cette valeur est à comparer au seuil d'un Fischer avec $N-1$ et $N(T-1)-K-1$ degrés de liberté, c'est à dire ici un $F(46,180)$. Le logiciel nous donne directement la p-value de ce test.

¹²¹ Les résultats statistiques sont souvent donnés sous la forme de « p-value », un nombre entre 0 et 1 qui indique la probabilité sous H_0 d'obtenir la valeur trouvée. Ainsi, si le « p-value » est sous le α désiré, 5% par exemple, on rejette l'hypothèse nulle. Un « p-value » de 0.0000 rejette très fortement l'hypothèse nulle.

En l'occurrence, la p-value est très largement inférieure au seuil de 5%. Pour ce seuil, on rejette l'hypothèse nulle H_0 d'égalité des constantes α_i . Il est nécessaire d'introduire ici des effets individuels. La spécification de notre modèle gardera donc la forme (1.2) :

$$MVA_{it} = \alpha_i + \beta'_1 \text{END} + \beta'_2 \text{DIV} + \beta'_3 \text{INV} + \beta'_4 \text{VACF} + \beta'_5 \text{VASAL} + \beta'_6 \text{MBE} + \beta'_7 \text{CAAECO} + \beta'_8 \text{TAILLE} + \beta'_9 \text{SECT} + \varepsilon_{it} \quad (1.2)$$

Pour tout ($i = 1, \dots, 47$)

Reste à présent à étudier les différentes méthodes d'estimation du modèle incluant des constantes individuelles.

4.1.2 Modèles à effets fixes et à effets aléatoires.

a/ Modèle à effets fixes :

Le modèle à effets fixes est une manière de capter les effets individuels, qui est équivalente à l'ajout de variables dichotomiques, est d'utiliser un estimateur « Within » qui mesure la variation de chaque observation par rapport à la moyenne de l'individu auquel appartient cette observation.

“Fixed-effects models are designed to study the causes of changes within a person [or entity]. A time-invariant characteristic cannot cause such a change, because it is constant for each person”¹²².

L'équation du modèle à effets fixes se présente comme suit :

$$Y_{it} = \beta_1 X_{it} + \alpha_i + u_{it}$$

- α_i ($i=1 \dots 47$) est l'intercepte inconnue pour chaque entreprise (47 entity-specific intercepts).
- Y_{it} est la variable dépendante, tels que i = entreprise et t = temps.
- X_{it} représente une variable indépendante.
- β_1 est le coefficient de cette variable indépendante,
- u_{it} est le terme d'erreur.

Ainsi, la régression en introduisant les effets individuels fixes nous donne un modèle de régression significatif (un $F(8,180) = 4.18$ avec une p-value $0.0001 < 0.05$), et les résultats de cette régression aboutissent aux estimations mentionnées dans :

Tableau 17 : Les estimations des données de panel du modèle MVA à effets fixes (Voir annexe 7).

b/ Modèle à effets aléatoires :

Les effets individuels peuvent être également modélisés de façon aléatoire : variant autour d'une moyenne. On suppose le plus souvent qu'ils suivent une loi normale : $\alpha_i \sim N(0, \sigma^2)$. On considère alors que l'erreur du modèle est composée de l'erreur usuelle spécifique à l'observation i, t et de l'erreur provenant de l'intercepte aléatoire.

“The rationale behind random effects model is that, unlike the fixed effects model, the variation across entities is assumed to be random and uncorrelated with the independent variables included in the model. An advantage of random effects is that you can include time invariant variables. In the fixed effects model these variables are absorbed by the intercept”¹²³.

Le modèle des effets aléatoires se présente comme suit:

$$Y_{it} = \beta X_{it} + \alpha_i + u_{it} + \varepsilon_{it}$$

¹²² Kohler, Ulrich, Frauke Kreuter: “Data Analysis Using Stata”, 2ème édition., p.245.

¹²³ Oscar, Torres-Reyna: “Panel Data Analysis: Fixed & Random Effects”, Data consultant 3ème version Princeton University.

ε_{it} : Within-entity error.

u_i : Between-entity error

Les résultants de la régression avec effets individuels aléatoires présentent également un modèle significatif au sens de Wald khi-deux (p-value 0.0000), aussi ce modèle assume l'hypothèse du non corrélation entre les effets individuels et les variables explicatives. Ainsi, les résultats de cette régression se présentent dans :

Tableau 18 : les estimations des données de panel du modèle MVA à effets aléatoires (Voir annexe 8).

Il convient maintenant de choisir quelle modélisation se prête le mieux à nos données. Pour les effets fixes, ils sont plus généraux que les effets aléatoires puisqu'ils n'imposent pas de structure aux effets individuels.

Cependant, on perd N-1 degrés de liberté en modélisant les effets individuels de manière fixe (inclusion implicite de N variables dummies moins l'intercepte générale), ce qui rend l'estimation des coefficients des variables explicatives moins efficaces. Par ailleurs, le coefficient de toute variable explicative qui ne varie pas dans le temps pour un même individu (le secteur) n'est pas estimable puisque l'estimateur «within» l'élimine ($X_{it} - X_i = 0$).

On peut donc espérer à une modélisation aléatoire des effets individuels, sauf que leur efficacité repose sur une hypothèse cruciale à savoir que, pour que les estimateurs d'effet aléatoires soient non biaisés, il ne doit pas y avoir de corrélation entre les effets aléatoires (α_i) et les variables explicatives.

Le test d'Hausman est le test de spécification des effets individuels, et qui permet de déterminer si on doit choisir l'un ou l'autre modèle en comparant la matrice variance-covariance des deux estimateurs MCG et Within.

c/ Fixed or Random : Le test d'Hausman :

En présence d'un modèle à effets individuels, la question qui se pose immédiatement est de savoir comment ces effets individuels doivent être spécifiés : doit-on adopter l'hypothèse d'effets fixes ou au contraire l'hypothèse d'effets aléatoires ?

En effet, l'estimateur des Moindres carrés Généralisé, utilisé dans le cas du modèle à effets aléatoires, est asymptotiquement (sous l'hypothèse $T \rightarrow \infty$) identique à l'estimateur Within utilisé dans le modèle à effets fixes. Toutefois, pour des panels de dimension temporelle réduite, il peut exister de fortes différences entre les réalisations des deux estimateurs (Hausman 1978). Dès lors, le choix de la méthode d'estimation, est particulièrement important pour ce type de panel.

Un des principaux problèmes qui peut se poser dans le cadre du modèle à effets aléatoires provient de l'éventuelle corrélation entre les variables explicatives et les effets individuels α_i . Sur le plan économique, cette corrélation traduit l'influence des spécificités individuelles structurelles (ou a-temporelles) sur la détermination du niveau des variables explicatives.

Dès lors, il suffit de comparer une distance, pondérée par une matrice de variance covariance, entre les deux estimateurs pour pouvoir déterminer si la spécification est correcte ou non. Si la distance est statistiquement nulle, la spécification est correcte, on choisit le premier estimateur. Si la distance est importante, le modèle est mal spécifié.

L'hypothèse testée concerne la corrélation des effets individuels et des variables explicatives :

$$H_0 : E(\alpha_i / X_i) = 0$$

$$H_1 : E(\alpha_i / X_i) \neq 0$$

Sous H_0 , le modèle peut être spécifié avec des effets individuels aléatoires et l'on doit alors retenir l'estimateur des MCG (estimateur BLUE). Sous l'hypothèse alternative H_1 , le modèle doit être spécifié avec des effets individuels fixes et l'on doit alors retenir l'estimateur Within (Estimateur non biaisé).

Sous l'hypothèse nulle H_0 , la statistique H (Hausman) suit asymptotiquement un chi deux à $K-1$ degrés de liberté.

Ainsi, si la réalisation de la statistique H est inférieure au seuil de 5 %; on rejette l'hypothèse nulle et l'on privilégie l'adoption d'effets individuels fixes et l'utilisation de l'estimateur Within non biaisé.

L'application technique de ce principe suppose tout de même que l'on construise la matrice de variance covariance de l'écart entre les deux estimateurs.

L'application du test d'Hausman au problème de la spécification des effets individuels dans notre panel nous donne une statistique H de 1.24. Au seuil de 5% la p-value correspondante à cette valeur est de 0.9901; donc ici on accepte l'hypothèse nulle d'absence de corrélation entre les effets individuels et les variables explicatives. Nos variables explicatives ne sont pas corrélées aux spécificités structurelles et a-temporelles de la création de valeur actionnariale.

Ainsi, on doit ici privilégier l'adoption d'un modèle à effets aléatoires et retenir l'estimateur MCG (Moindres Carrés Généralisés) estimateur BLUE.

Donc notre modèle gardera la forme de modèle à effets individuels aléatoires et se présentera comme suit :

$MVA = 8.781464 - 0.3660051 \text{ END} + 1.45e-08 \text{ DIV} - 1.788237 \text{ INV} - 0.6813043 \text{ MBE} - 0.0644952 \text{ CAAECO} - 0.535121 \text{ TAILLE} - 2.196511 \text{ SECT}.$

4.1.3 Le diagnostic du modèle économétrique adopté (Modèle à effets aléatoires).

a/ Test d'Hétéroscédasticité :

L'hétéroscédasticité est la propriété des données qui n'ont pas une variance constante. Cependant, cette hétéroscédasticité ne biaise pas l'estimation des coefficients, mais l'inférence habituelle n'est plus valide puisque les écarts-types trouvés ne sont pas les bons, et par conséquent, il est important de savoir la détecter et la corriger.

- Détection de l'homoscédasticité : Test de Breusch-Pagan Lagrange multiplier (LM).

Pour la détection de l'hétéroscédasticité, plusieurs tests se ressemblant existent, tels que le test de Breusch-Pagan et le test de White. Seule la première solution est discutée ici en raison de sa simplicité, et ce en utilisant le test de Breusch-Pagan (Test de Breusch-Pagan Lagrange multiplier (LM)).

L'idée générale de ce test est de vérifier si le carré des résidus peut être expliqué par les variables du modèle. Si c'est le cas, il y a hétéroscédasticité.

Ces deux tests utilisent un test F . Et comme c'est le cas pour tous les tests statistiques, on doit comparer la valeur obtenue aux valeurs critiques de la statistique concernée.

Dans le contexte d'un test d'hétéroscédasticité, l'hypothèse nulle est que tous les coefficients de la régression des résidus au carré sont nuls, c'est-à-dire que les variables du modèle n'expliquent pas la variance observée donc il y a homoscédasticité. L'hypothèse alternative est l'hypothèse d'hétéroscédasticité. Ainsi, si on rejette l'hypothèse nulle (« p-value » < alpha), on peut conclure à la présence d'hétéroscédasticité.

- Hypothèse d'homoscédasticité :

$H_0: \sigma_{it}^2 = \sigma_i^2$ pour tout i et t

$H_1: \sigma_{it}^2 \neq \sigma_i^2$ pour tout i et t

L'hypothèse H_0 d'homoscédasticité suppose qu'on doit vérifier si la variance des erreurs de chaque individu est constante pour tout individu i , on doit donc avoir $\sigma_{it}^2 = \sigma_i^2$ pour tout t . La dimension nouvelle des données de panel consiste à s'assurer que la variance est la même pour tous les individus : $\sigma_i^2 = \sigma^2$ pour tout i .

La p-value de la statistique de $F(9, 225)$ est égale à 0.0000 (inférieure au seuil de 5%), alors on conclut à l'existence de l'hétéroscédasticité. Sauf que nous ignorons si l'origine de cette hétéroscédasticité provient des individus i ou bien du temps t . Et pour obtenir plus

d'informations sur la forme de l'hétéroscédasticité on procède au test d'hétéroscédasticité inter-individus.

b/ Test d'hétéroscédasticité inter-individus :

Ce test est conçu pour tester l'hypothèse spécifique d'homoscédasticité inter-individus. Sous l'hypothèse nulle, le test suppose que la variance des erreurs est la même pour tous les individus :

$$H_0: \sigma^2_i = \sigma^2 \text{ pour tout } i = 1, \dots, 47$$

$$H_1: \sigma^2_i \neq \sigma^2$$

Et la statistique suit une loi Wald χ^2 de degré de liberté 47. Si on ne peut rejeter l'hypothèse nulle : la variance des erreurs est la même pour tous les individus : $\sigma^2_i = \sigma^2$ pour tout $i = 1, \dots, 47$.

La p-value donné par le test Wald modifié, qui est essentiellement un test F, est de 0.0000 inférieure au seuil de 5%, donc nous rejetons l'hypothèse nulle. Cependant, et étant donné que nous avons déjà conclu à la présence d'hétéroscédasticité sous une forme quelconque au premier test, nous ne pouvons analyser d'avantage l'origine de cette hétéroscédasticité.

4.1.4 Corrélation contemporaine entre individus.

Pour tester la présence de corrélation des erreurs inter-individus pour une même période, on utilise un test Pesaran CD(cross-sectional dependence). L'hypothèse nulle de ce test est l'indépendance des résidus entre les individus. Ce test vérifie que la somme des carrés des coefficients de corrélation entre les erreurs contemporaines est approximativement zéro.

Cette hypothèse nulle est rejetée, en raison de la p-value de la statistique $Pr = 0.0000$. Les erreurs sont alors, corrélées de manière contemporaine.

- Autocorrélation intra-individus :

On cherche ici à vérifier si les erreurs sont auto-corrélées. L'hypothèse nulle est celle d'absence d'auto-corrélation des erreurs intra-individus. Si nous rejetons cette hypothèse, les erreurs des individus sont auto-corrélées. La statistique $F(1,46)$ du test Wooldridge de détection d'auto-corrélation du premier ordre est de 76.066, avec une p-value 0.0000. Donc, nous concluons à l'existence d'auto-corrélation des erreurs intra-individus dans notre modèle.

4.1.5 La correction de l'hétéroscédasticité et de l'auto-corrélation du modèle MVA :

La détection de l'hétéroscédasticité et de l'auto-corrélation nécessite une correction de ces anomalies pour rendre les résultats de notre modèle plus significatifs et non biaisés. Pour ce faire, il existe deux solutions à ce problème à savoir :

1. Paramétriser la matrice de variance-covariance des erreurs avec la méthode des Moindres Carrés Généralisés (MCG);

2. Utiliser les MCO et corriger les écarts-types par la méthode d'Eicker-White.

Nous optons ici pour la première solution à savoir la régression avec la méthode MCG ou GLS(en anglais).

La régression selon cette méthode de GLS suit un Wald χ^2 de degré de liberté de 9, et une p-value 0.0000, ce qui montre que notre modèle selon cette méthode reste toujours très significatifs avec des coefficients différents de zéro. Cette méthode nous a généré un modèle final avec hétéroscédasticité et auto-corrélation corrigés, et qui nous permet de faire des interprétations significatives sur la base de ses coefficients.

Ce modèle de CDV Actionnariale sera de la forme finale suivante, inspirée **du tableau 19 : Les estimations des données de panel du modèle MVA à effets aléatoires corrigé (Voir annexe 9).**

MVA = 14.84467 - 0.4728415 END + 1.93e-08 DIV -1.481469 VACF + 1.80618 VASAL - 1.818279 INV -6.141254 MBE - 0.4856418 CAAECO - 1.133469 TAILLE -1.602046 SECT.

4.2 Interprétation des résultats de la Valeur Actionnariale.

Sur la base des différentes hypothèses formulées, et des variables explicatives et de contrôle afférentes, le modèle du MVA testé a été le suivant.

$$MVA_i = \alpha_i + \beta'_{i,1} END + \beta'_{i,2} DIV + \beta'_{i,3} INV + \beta'_{i,4} VACF + \beta'_{i,5} VASAL + \beta'_{i,6} MBE + \beta'_{i,7} CAAECO + \beta'_{i,8} TAILLE + \beta'_{i,9} SECT + \varepsilon_{i,t}$$

Et c'est dans le but de tenir compte des différentes variables susceptibles d'influencer la création de valeur actionnariale que nous avons proposé neuf variables inspirées de la littérature théorique et empirique. La première est celle de l'endettement notée par (END) et qui rapporte les dettes financières aux capitaux propres. La seconde est celle des dividendes annuels distribués (DIV). La troisième (INV) se penche sur la dimension stratégique de long terme de l'investissement en utilisant le ratio des dépenses en immobilisations corporelles rapportées au chiffre d'affaires HT. L'analyse théorique avait montré la forte relation entre les conflits d'agence entre les différentes parties prenantes et l'impact de ces relations sur la création de valeur pour les actionnaires. C'est dans le but de comprendre les répercussions de telles relations sur la richesse des actionnaires que nous avons introduit la quatrième et cinquième variables dans notre analyse et qui mesurent la part de la valeur allouée aux créanciers et salariés (y compris le dirigeant) afin de détecter le sens d'influence de ces variables, si y'en a, sur la création de valeur actionnariale.

Pour cerner le rôle de la politique commerciale et celui de l'efficacité de l'actif économique de la firme dans le processus de création de richesse pour les actionnaires, la sixième (MBE) et septième variables (CAAECO) ont été intégrés dans le modèle MVA pour compléter l'analyse. Finalement, d'autres variables indicatrices et de contrôle (taille et secteur) que nous estimons ayant de l'influence sur notre variable à expliquer ont été également pris en compte. D'après les résultats des estimations des données de panel des 47 entreprises cotées à la BVC et sur la période 2005-2009, les coefficients des variables du modèle MVA se présentent comme suit :

$$MVA = 14.84467 - 0.4728415 \text{ END} + 1.93e-08 \text{ DIV} - 1.481469 \text{ VACF} + 1.80618 \text{ VASAL} - 1.818279 \text{ INV} - 6.141254 \text{ MBE} - 0.4856418 \text{ CAAECO} - 1.133469 \text{ TAILLE} - 1.602046 \text{ SECT}.$$

S'agissant de l'impact sur la valeur ajoutée du marché, l'examen des résultats sur l'échantillon des 47 entreprises cotées montre que le modèle mis en œuvre est explicatif de la valeur boursière ajoutée et statistiquement très significatif.

En revanche, le modèle souligne le rôle actif joué par la politique de financement et celle de la distribution de dividendes dans l'explication des variations de la valeur du marché ce qui confirme notre première et deuxième hypothèse de recherche quant à la non-neutralité d'influence de ces deux politiques sur la valeur actionnariale et converge avec la plupart des postulats théoriques surtout modernes.

1- La variable de la structure financière qui a été opérationnalisée par le ratio de l'endettement avait un impact statistiquement décelé. Cet impact apparaît négatif sur la valeur actionnariale, à un seuil de signification statistique faible (5 %). En effet, les résultats de notre échantillon révèlent que la plupart des entreprises marocaines sont surendettées et dépassent dans la plupart du temps le taux d'endettement de 50%, voire dans quelques cas même plus de 100%. **(Voir tableau 20 Annexe 10).**

Cet impact négatif de la dette peut s'interpréter à la lumière de la théorie du compromis qui souligne qu'au-delà d'un certain niveau d'endettement, la valeur actuelle des coûts de faillite excède la valeur actuelle des économies fiscales résultant de l'endettement, ce qui a pour conséquence de diminuer la valeur de la firme. Aussi, l'endettement excessif augmentent les

frais financiers et par conséquent, hausse le niveau du CMPC ce qui agit négativement sur la valeur.

Ce résultat corrobore les enseignements de la théorie de l'agence de M.E. Jensen et W.H. Meckling (1976), qui avaient comme préoccupation de démontrer l'existence d'un rapport statistique entre la valeur de l'entreprise et son degré d'endettement. L'impact négatif de l'endettement sur la valeur de marché ne manque pas de surprendre.

Ce constat est également expliqué par la théorie du Free cash-flow de Jensen, et qui stipule que l'endettement est un moyen disciplinaire des dirigeants, et atténue l'aversion de ces derniers vers le surinvestissement. Sauf que cette discipline basée sur la dette pourra se traduire plutôt par un sous-investissement destructif de la valeur comme le montre les résultats de notre étude.

Ce résultat corrobore également l'affirmation de S. Ross (1977) selon laquelle la structure financière d'une entreprise est un signal diffusé qui caractérise le type de l'entreprise. Et ce n'est pas la structure financière d'une entreprise qui représente un signal, mais plutôt sa modification, et toute modification de la politique financière entraîne une modification de la perception de l'entreprise par les investisseurs et constitue donc un signal pour le marché.

L'impact négatif décelé de l'endettement peut être interprété à la lumière de la vision traditionnelle en matière de structure financière, selon laquelle les actionnaires exigent une prime de risque complémentaire et relèvent leur taux de capitalisation des dividendes avec l'augmentation du taux d'endettement, ce qui a pour effet d'entraîner une baisse du prix des actions, lorsque l'augmentation de l'endettement implique que l'espérance de perte due à l'effet de levier négatif devient supérieure à l'espérance de gain due à l'effet de levier positif.

Quoi qu'il en soit, l'impact négatif de l'endettement sur la valeur actionnariale, observé sur l'échantillon des entreprises cotées faisant l'objet de notre étude conduit à **accepter l'hypothèse (1) d'existence d'influence notable de la décision de financement sur la création de valeur actionnariale.**

2- *Le coefficient associé à la variable de la politique de distribution* est statistiquement significatif. Il montre par ailleurs l'impact positif de l'affectation des fonds discrétionnaires à la distribution de dividendes sur la valeur actionnariale.

D'après notre étude, les montants distribués au titre des dividendes entre 2005 et 2009 a significativement évolué chez presque 29 entreprises cotées (60% de l'échantillon), comme le montre le tableau ci-dessous qui trace l'évolution des montants distribués par rapports aux bénéfices nets réalisés par les entreprises de l'échantillon.

Ce constat infirme la proposition de M&M qui stipule que la richesse des actionnaires était indépendante de la politique de dividendes, et que cette dernière n'a aucun impact sur la valeur de la société et sur son coût du capital. Et par conséquent, la valeur boursière de la société n'est pas affectée par les changements dans les montants des dividendes distribués. Le constat de M&M s'est fait sur la base de l'hypothèse de marché financier parfait et d'absence de différences d'imposition des dividendes et des plus-values en capital, chose qui n'est pas vérifiée dans la réalité du marché financier marocain.

Notre résultat infirme également les conclusions de Black et Scholes qui stipulent que le taux de rentabilité des actions dont le taux de rendement des dividendes est élevé ne semble pas être significativement différent de celui des actions à faible taux de rendement des dividendes. L'impact positif de la distribution va également, à l'encontre des propositions de J.E. Walter (1956) qui a développé la thèse de la théorie résiduelle des dividendes et qui prétend que le taux de distribution des bénéfices doit être très faible, voire nul, pour maximiser la valeur de la firme sur le marché.

L'essentiel des travaux de Fisher, Williams, Durand et Gordon qui sont à l'origine de la théorie de la valeur en finance, et qui mettent l'accent sur l'influence positive de la distribution des dividendes sur la valeur de la firme, corroborent par contre, notre résultat concernant cette variable et affirme la non neutralité des dividendes sur la valeur de l'entreprise.

L'impact positif de cette variable confirmerait également, pour sa part la thèse de la non neutralité de cette politique dans les développements théoriques les plus récents, en premier lieu avec les arguments d'agence qui voient dans la distribution de dividendes une activité de dédouanement réduisant les coûts d'agence de la divergence d'intérêts opposant les dirigeants aux actionnaires.

Cet impact positif de la distribution sur la valeur du marché corrobore avec les propositions de la théorie informationnelle qui voit en l'augmentation des dividendes distribués une information diffusée au marché que les bénéfices futurs de la société seront meilleurs que l'année précédente. A l'annonce de cette information, et si elle n'était pas anticipée par le marché, les cours boursiers réagissent à la hausse. Nous constatons alors, que la variation des cours ne résulte pas du montant des dividendes mais plutôt de l'information reliée aux perspectives de croissance des résultats de la société (**Voir annexe 2: L'évolution du Payout : montant des dividendes/bénéfice net**).

L'hypothèse du free-cash flow de Jensen (1986) peut expliquer également les réactions des cours boursiers suite aux variations des dividendes. Selon cette hypothèse, les dirigeants qui disposent d'une trésorerie importante préfèrent la conserver dans l'organisation pour renforcer leur autofinancement afin de l'investir dans des projets au lieu de la distribuer aux actionnaires. Et le paiement de dividendes viendra réduire ce conflit d'agence entre le dirigeant et l'actionnaire.

Notre résultat semble également converger vers ceux des travaux empiriques d'Asquith et Mullins (1986) et Ofer et Siegel (1987), qui vont également dans le sens d'influence positive de cette politique sur la création de valeur pour les actionnaires. Puisque d'une part, l'annonce d'une distribution de dividendes a un impact positif sur les cours et d'autre part, il y'a une corrélation positive entre les changements non anticipés des dividendes et les changements dans les prévisions des bénéfices effectuées par les analystes financiers.

Le modèle de signal de Bhattacharya (1979) montre aussi que le dividende distribué maximise la richesse des actionnaires car agit positivement sur le cours des actions.

De la même façon, l'impact positif et statistiquement significatif sur la valeur actionnariale de la distribution de dividendes sur l'échantillon des entreprises étudié, amène à **accepter l'hypothèse (2) d'existence d'influence significative des montants distribués au titre de dividendes sur la valeur actionnariale**.

Par ailleurs, l'ensemble des coefficients associés aux autres variables introduites dans notre étude pour déceler leur impact sur la valeur actionnariale ne sont pas statistiquement significatif, ce qui ne nous permet pas d'interpréter leurs signes et impact.

3- La variable politique d'investissement (appréhendée au travers les dépenses en immobilisations corporelles rapportées au chiffre d'affaires HT) n'a pas d'impact apparent sur la valeur de marché ajoutée ce qui infirme la proposition de M&M qui stipule que la valeur de l'entreprise ne dépend que du programme d'investissement et de sa rentabilité, et que la conséquence directe de la politique d'investissement d'une entreprise est la variation positive de la valeur de ses capitaux propres s'il s'agit d'un investissement rentable. Sauf que cette politique d'investissement ne peut être prise en compte à elle seule et sans la lier à celle du financement et du cout de capital. En effet, la rentabilité positive d'un projet n'est pas suffisante à elle seule pour créer de la valeur que si elle dépasse le coût des capitaux investis dans ce projet.

4- La marge brute d'exploitation, introduite sous la forme d'un rapport entre l'excédent brut d'exploitation et le chiffre d'affaires, s'est révélé également variable statistiquement non influente, ce qui ne converge pas avec les recommandations de Rappaport (1986) et Copeland et al. (1991) à retenir les niveaux d'activité et de marge des firmes comme variables déterminantes de la valeur actionnariale, au moins dans notre étude.

5- Le rapport CA/Actif économique pris en compte également pour quantifier l'efficacité de ce dernier et détecter si cette efficacité de cet actif contribue à la création de valeur financière. Cette variable s'est avérée également statistiquement non significative ce qui ne nous permet pas de l'interpréter et par conséquent, n'a pas d'influence sur notre variable à expliquer : la MVA.

6- Les variables VACF et VASAL respectivement la part de la Valeur Ajoutée allouée aux créanciers financiers et salariés ont été intégrée dans notre étude comme proxy de la création de valeur allouée à ces deux partenaires de l'entreprise, et ce afin de tester les propositions théoriques sur les conflits d'intérêt entre les parties prenantes de la firme et les actionnaires et l'impact de ces conflits sur la valeur actionnariale. Toutefois, il s'avère que ces variables ne sont pas statistiquement significatives, donc n'ont pas d'influence sur la création de richesse actionnariale. Ce résultat ouvre l'intervalle à supposer que cette relation d'agence n'a pas un grand impact et intérêt dans le processus de création de valeur pour les actionnaires de l'entreprise, et elle ne va pas au-delà d'un simple conflit d'intérêt qui n'agit pas forcément sur la richesse des actionnaires. Ceci peut être expliqué par le constat de Rajan & Zingales (1995), que les firmes de grande taille, plus transparentes souffrent moins d'asymétrie informationnelle, ce qui pourra réduire également les conflits entre les différentes parties.

Ce résultat de l'estimation économétrique peut épuiser une autre explication de non influence de ces conflits d'agence sur la MVA dans le recours des entreprises cotées à l'endettement et au versement des dividendes, deux politiques qui peuvent atténuer voire anéantir l'effet de ces conflits d'intérêts selon la théorie des free cash-flows de Jensen (1986). En effet, l'endettement et le versement des dividendes contraignent les dirigeants à utiliser les fonds discrétionnaires pour régler la dette et en même temps verser des dividendes satisfaisants aux actionnaires.

Les dirigeants (également un des salariés) garantira en effet, sa place au sein de la firme avec des récompenses financières et psychiques. Les salariés s'ils sont actionnaires se partageront également le fruit de cette distribution, si non ils n'auront pas un grand impact sur la création de valeur pour les actionnaires principaux car il s'agit d'un actif facilement substituable sur le marché du travail, sauf s'il s'agit d'un capital humain spécifique.

L'absence d'un impact statistiquement significatif sur la valeur actionnariale des conflits d'agence dans notre échantillon des entreprises étudié, amène à **rejeter l'hypothèse (5) qui suppose l'existence d'influence des conflits d'intérêt en matière du partage de la valeur créée sur la valeur actionnariale.**

7- La taille de l'entreprise (appréhendée par le logarithme du total de l'actif du bilan comme préconisé par Faccio et al (2001)), contrairement à nos anticipations, le coefficient associé à cette variable est statistiquement non significatif pour notre échantillon d'entreprises cotées. En effet, la taille de l'entreprise constitue un signe d'information susceptible d'inciter les investisseurs à participer dans le capital de l'entreprise au lieu de lui prêter des fonds comme le soulignent (Rajan & Zingales 1995) et permet également d'accéder à des financements à maturité plus longue. Cependant, ces avantages que procure la taille ne vont pas au-delà pour affecter et influencer la valeur actionnariale selon le résultat de nos données de panel sur les entreprises cotées. Il est important alors de noter que la taille n'est pas obligatoirement associée à une création ou même destruction de valeur.

8- *L'activité de l'entreprise* : les résultats de l'estimation du coefficient associé à cette variable ne semblent pas accorder une importance particulière à la nature de l'activité de l'entreprise en matière de création de valeur actionnariale.

Les risques systématiques tendent en effet, à influencer de façon différenciée et systématique le niveau de risque inhérent aux actions des différents secteurs comme l'ont montré plusieurs études empiriques (M.Berry, E. Burmeister et M. McElroy, 1998). Sauf que le lien entre le secteur d'activité et la performance boursière des entreprises ne semble pas avoir une signification statistique dans notre étude et par conséquent, cette variable n'agit pas en aucun sens sur la valeur actionnariale de notre étude.

Ce résultat peut être expliqué par la proposition de Lewis.P et H.Thomas (1990) qui démontrent que les performances économiques et boursières varient plus à l'intérieur des groupes stratégiques qu'entre eux, ceci signifie qu'en ce qui concerne les performances boursières, les marchés financiers s'intéressent plus aux entreprises en tant que telles qu'à leur contexte concurrentiel. Ceci nous amène à supposer que cette variable peut être significative si nous avons étudié chaque entreprise à part au lieu de les rassembler dans des secteurs chose qui n'est pas significative dans notre étude.

Conclusion

In fine, et une fois l'endettement et la politique de distribution sont pris en compte, le pouvoir explicatif du programme d'investissement, de l'efficacité de l'actif économique des entreprises, du partage de la valeur créée entre créanciers et salariés, du niveau d'activité, de la marge de l'exploitation, de la taille et du secteur, n'est généralement pas statistiquement significatif.

En effet, la complémentarité entre les différents mécanismes d'influence sur la valeur actionnariale semble corroborer empiriquement dans les directions indiquées par les théories militantes en faveur de l'existence d'une influence de la décision de financement (influence négative) et de la politique de distribution des dividendes (influence positive) sur la valeur actionnariale, et infirme les propositions de non influence préconisées principalement par Modigliani & Miller.

Les conflits d'intérêts entre actionnaires-créanciers financiers et salariés ne semblent pas avoir un impact sur la Création de Valeur de marché financiers, contrairement aux propositions théoriques de la théorie d'agence.

Ceci dit, les deux premières hypothèses de notre recherche sont validées :

H1. La politique de financement pratiquée par les entreprises marocaines cotées en bourse, exerce une influence (négative) sur la valeur actionnariale (Market value added).

H2. La politique de distribution pratiquée par les entreprises marocaines cotées en bourse, exerce une influence (positive) sur la valeur actionnariale (Market value added).

Alors que la cinquième hypothèse se trouve infirmée et statistiquement non significative.

H5. Les conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes en matière de partage de cette valeur créée influence la valeur actionnariale des entreprises marocaines cotées.

4.3 Les résultats économétriques des données de panels des modèles de CDV partenariale.

Ce point présente les résultats de la vérification empirique de l'existence de relation d'influence (positive ou négative) entre d'une part, la décision de financement et celle de la distribution de dividendes et la Création de Valeur partenariale de l'autre part.

Pour ce faire, et comme déjà présenter précédemment, le partage et la Création de Valeur partenariale touchent une grande partie des partenaires stratégiques de l'entreprise. C'est ainsi, que notre modélisation économétrique a pris la forme de quatre modèles représentatifs de la relation d'influence des l'ensemble des variables explicatives et la valeur créée pour les quatre principales parties prenantes à savoir : les créanciers financiers, les salariés, les actionnaires (vision comptable et économique) et les pouvoirs publics (Etat).

Nous exposerons dans ce chapitre les résultats des estimations des quatre modèles, ainsi que l'interprétation dans la lumière de la théorie disponible en matière de l'approche partenariale et en se référant au contexte marocain, tout en s'appuyant sur la logique des relations dominantes en la matière (travaux empiriques réalisés dans ce cadre).

4.3.1 La CDV pour les salariés.

On considère la CDV pour les salariés modélisée comme suit :

$$CDVSAL_i = \alpha_i + \beta'_{i,1} END + \beta'_{i,2} DIV + \beta'_{i,3} CDVACT + \beta'_{i,4} CDVCF + \beta'_{i,5} CDVETA + \beta'_{i,6} INV + \beta'_{i,7} MBE + \beta'_{i,8} RLTC + \beta'_{i,9} CAAECO + \beta'_{i,10} TAILLE + \beta'_{i,11} SECT + \varepsilon_{i,t} \quad (1.1)$$

Reste à savoir s'il s'agit bien d'un modèle pooled identiques pour toutes les entreprises de notre échantillon, ou bien il contient des effets individuels spécifiques à chaque entreprise.

Le test de présence d'effets individuels montre que notre modèle d'explication de la création de valeur pour les salariés par les variables explicatives choisies est un modèle significatif (p-value du test de Fisher est de 0.0000 < 0.05) c'est-à-dire que tous les coefficients de notre modèle sont différents de zéro. Tandis que, la réalisation de la statistique de Fischer associée au test H_0 de détection des effets individuels, notée F; est de 5.58. La comparaison de cette valeur au seuil d'un Fischer avec (46,178) degrés de liberté nous donne une p-value très largement inférieure au seuil de 5%. Pour ce seuil, on rejette l'hypothèse nulle H_0 d'égalité des constantes α_i , et par conséquent, nous optons pour l'introduction des effets individuels. La spécification finale de notre modèle est donc :

$$CDVSAL_i = \alpha_i + \beta'_1 END + \beta'_2 DIV + \beta'_3 CDVACT + \beta'_4 CDVCF + \beta'_5 CDVETA + \beta'_6 INV + \beta'_7 MBE + \beta'_8 RLTC + \beta'_9 CAAECO + \beta'_{10} TAILLE + \beta'_{11} SECT + \varepsilon_{i,t} \quad (1.2)$$

(i = 1, ..., 47)

L'application du test d'Hausman nous donne une statistique H de 38.50. Au seuil de 5% la p-value correspondante à cette valeur est de 0.0000; donc ici nous rejetons l'hypothèse nulle d'absence de corrélation entre les effets individuels et les variables explicatives, et nous optons pour le modèle à effets fixes et retenir l'estimateur Within estimateur non biaisé.

Donc notre modèle gardera la forme de modèle à effets individuels fixes et se présentera comme suit :

$$CDVSAL = 1.432362 + 0.0010309 \quad END - 3.130010 \quad DIV + 0.1459579 \quad CDVACT + 1.001551 \quad CDVCF - 0.0745408 \quad CDVETA - 0.0610811 \quad INV - 0.3456815 \quad MBE + 0.009892 \quad RLTC + 0.0141497 \quad CAAECO - 0.1188184 \quad TAILLE^{124}.$$

¹²⁴ Cependant, on perd N-1 degrés de liberté en modélisant les effets individuels de manière fixe, ce qui rend l'estimation des coefficients des variables explicatives moins efficaces. Par ailleurs, le coefficient de toute variable explicative qui ne varie pas dans le temps pour un même individu (le secteur) n'est pas estimable puisque l'estimateur «whitin» l'élimine ($X_{it} - X_i = 0$).

- Diagnostic du modèle de CDV pour les salaires.

- Test d'Homoscédasticité:

Le test de Breusch-Pagan nous donne une p-value de Fischer du 0.0000 inférieure à la valeur critique, alors on conclut à l'existence de l'hétéroscédasticité, sans cependant, pouvoir juger est ce le temps t ou les individus i qui sont à l'origine de cette hétéroscédasticité. En effet, le test d'hétéroscédasticité inter-individus nous aidera à détecter la forme de cet hétéroscédasticité.

- Test d'hétéroscédasticité inter-individus :

La p-value donné par le test Wald modifié, qui est essentiellement un test F, est de 0.0000 inférieure au seuil de 5%, donc nous rejetons l'hypothèse nulle d'homoscédasticité, et nous ne pouvons conclure d'avantage sur la structure d'hétéroscédasticité des données de notre modèle.

- Corrélation contemporaine entre individus :

L'hypothèse nulle du test de Pesaran CD est l'indépendance des résidus entre les individus. Cette hypothèse nulle est acceptée pour ce modèle de CDV pour les salariés, parce que la Pr (p-value de Pesaran) est égale à 0.2388 (supérieure à 0.05). Les erreurs ne sont pas corrélées de manière contemporaine (No cross-sectional dependence).

- Auto-corrélation intra-individus :

L'hypothèse nulle du test Wald recommandé à ce stade, est celle d'absence d'auto-corrélation des erreurs intra-individus. Si nous rejetons cette hypothèse, les erreurs des individus sont auto-corrélées. La p-value de la statistique F (1, 46) = 44.248 est de 0.0000 donc nous concluons à l'auto-corrélation de premier ordre des erreurs intra-individus.

- La correction de l'hétéroscédasticité et de l'auto-corrélation du modèle de CDV pour les salariés :

La correction de l'hétéroscédasticité intra-individus et de l'auto-corrélation détectée passe par la régression selon la méthode de GLS ou MCG. Les outputs du test Wald qui suit un χ^2 de degré de liberté de 10, et une p-value 0.0000, montrent que notre modèle de CDV pour les salariés reste toujours significatif avec des coefficients différents de zéro. Cette méthode nous a donné une modélisation finale corrigée de l'hétéroscédasticité et de l'auto-corrélation. Ce modèle corrigé de la CDV salariale sera de la forme finale et sur sa base nous pouvons faire des interprétations et conclusions non biaisées.

Les résultats de la régression GLS sont mentionnés dans **le tableau 21 : Résultats des données de panel du modèle CDVSAL à effets fixes corrigé. (Voir annexe 11)**

Et la forme finale de notre modèle de CDV salariale sera comme suit :

$$\text{CDVSAL} = 1.743113 + 0.0005302 \text{ END} - 1.10\text{e-}10 \text{ DIV} + 0.0444985 \text{ CDVACT} + 0.9769749 \text{ CDVCF} - 0.0247231 \text{ CDVETA} - 0.0192078 \text{ INV} - 0.0804186 \text{ MBE} - 0.0001264 \text{ RLTC} + 0.0060764 \text{ CAAECO} - 0.1670475 \text{ TAILLE} + 0.1198672 \text{ SECT}.$$

4.3.2 La CDV pour les créanciers financiers.

On considère la CDV pour les créanciers financiers modélisée comme suit :

$$\text{CDVCF}_i = \alpha_i + \beta'_{i,1} \text{END} + \beta'_{i,2} \text{DIV} + \beta'_{i,3} \text{CDVACT} + \beta'_{i,4} \text{CDVSAL} + \beta'_{i,5} \text{CDVETA} + \beta'_{i,6} \text{INV} + \beta'_{i,7} \text{MBE} + \beta'_{i,8} \text{RLTC} + \beta'_{i,9} \text{CAAECO} + \beta'_{i,10} \text{TAILLE} + \beta'_{i,11} \text{SECT} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.1)$$

Notre panel de données de CDV pour créanciers financiers est cylindré (balanced), et il s'agit d'un modèle significatif (p-value du test de Fisher est de 0.0000 < 0.05) ce qui montre que tous les coefficients de notre modèle sont différents de zéro. Tandis que, la réalisation de la

statistique de Fischer associée au test H_0 de détection des effets individuels, est de 5.05. La comparaison de cette valeur au seuil d'un Fischer avec (46,178) degrés de liberté nous donne une p-value très largement inférieure au seuil de 5%. Pour ce seuil, on rejette l'hypothèse nulle H_0 d'égalité des constantes α_i , et par conséquent, on opte pour l'introduction des effets individuels. La spécification finale de notre modèle est donc :

$$CDVCF_i = \alpha_i + \beta'_1 END + \beta'_2 DIV + \beta'_3 CDVACT + \beta'_4 CDVSAL + \beta'_5 CDVETA + \beta'_6 INV + \beta'_7 MBE + \beta'_8 RLTC A + \beta'_9 CAAECO + \beta'_{10} TAILLE + \beta'_{11} SECT + \varepsilon_{i,t} \quad (1.2)$$

(i = 1, ..., 47)

Le test d'Hausman utilisé pour résoudre le problème de la spécification des effets individuels dans notre modèle de CDV pour les créanciers financiers, nous donne une statistique H de 43.77. Au seuil de 5% la p-value correspondante à cette valeur est de 0.0000; donc ici nous rejetons l'hypothèse nulle d'absence de corrélation entre les effets individuels et les variables explicatives, et nous optons pour le modèle à effets fixes et par conséquent, retenir l'estimateur Within estimateur non biaisé.

Donc notre modèle gardera la forme de modèle à effets individuels fixes et se présentera comme suit :

$$CDVCF = - 0.9745889 - 0.0007581 \text{ END} + 2.86e-10 \text{ DIV} - 0.1354754 \text{ CDVACT} + 0.893517 \text{ CDVSAL} - 0.0729904 \text{ CDVETA} - 0.0389354 \text{ INV} - 0.3732685 \text{ MBE} - 0.0109691 \text{ RLTC A} - 0.0350978 \text{ CAAECO} - 0.0759765 \text{ TAILLE.}$$

- Diagnostic du modèle de CDV pour les créanciers financiers.

- Test d'Homoscédasticité:

Le test de Breusch-Pagan avec son hypothèse H_0 d'homoscédasticité, nous donne une F (11, 223) dont la p-value est de 0.0000 inférieure à la valeur critique, alors rejette H_0 et nous concluons à l'existence de l'hétéroscédasticité. Le test d'hétéroscédasticité inter-individus nous aidera à détecter la forme de cet hétéroscédasticité, si elle est d'origine temps ou individus.

- Test d'hétéroscédasticité inter-individus :

La p-value donné par le test Wald modifié, qui est essentiellement un test F, est de 0.0000 inférieure au seuil de 5%, donc nous rejetons l'hypothèse nulle. Cependant, nous ne pouvons conclure d'avantage sur la forme de l'hétéroscédasticité du modèle surtout en présence d'hétéroscédasticité sous une forme quelconque au premier test.

- Corrélation contemporaine entre individus :

Sous l'hypothèse nulle du test de Pesaran CD, nous supposons l'indépendance des résidus entre les individus.

La Pr (p-value de Pesaran) est égale à 0.3789 (supérieure à 0.05). Donc, nous concluons que les erreurs ne sont pas corrélées de manière contemporaine (No cross-sectional dependance).

- Auto-corrélation intra-individus :

L'hypothèse nulle du test Wald recommandé à ce stade, est celle d'absence d'auto-corrélation des erreurs. Si on rejette cette hypothèse, les erreurs des individus sont auto-corrélées.

La p-value de la statistique du test Wooldridge d'auto-corrélation de premier ordre $F(1, 46) = 9.481$ est de 0.0035 inférieure à 5%. Par ailleurs, nous ne pouvons pas accepter l'hypothèse nulle et nous concluons que les erreurs intra-individus sont auto-corrélées entre elles.

- La correction de l'hétéroscédasticité et de l'auto-corrélation du modèle de CDV pour les créanciers financiers :

Le recours à la méthode de GLS ou MCG nous permettra la correction de l'hétéroscédasticité et de l'auto-corrélation détectée. La p-value du test Wald qui suit un χ^2 de degré de liberté

de 10, est de 0.0000, et par conséquence, notre modèle de CDV pour les créanciers financiers est significatif (coefficients Béta sont différents de zéro).

Les résultats de la méthode GLS sont mentionnés dans le **tableau 22 : Résultats des données de panel du modèle CDVCF à effets fixes corrigé (Voir annexe 12).**

Et la forme finale de notre modèle de CDV pour les créanciers financiers sera comme suit :

$$CDVCF = -1.310216 - 0.0005991 \text{ END} + 8.87e-11 \text{ DIV} - 0.0371728 \text{ CDVACT} + 0.8229983 \text{ CDVSAL} + 0.0306916 \text{ CDVETA} - 0.0082995 \text{ INV} + 0.0670729 \text{ MBE} + 0.0003729 \text{ RLTC} - 0.0277789 \text{ CAAECO} + 0.1299205 \text{ TAILLE} - 0.1135658 \text{ SECT}.$$

4.3.3 La CDV pour les actionnaires selon la vision partenariale.

On considère la CDV pour les créanciers financiers modélisée comme suit :

$$CDVACT_i = \alpha_i + \beta'_{i,1} \text{ END} + \beta'_{i,2} \text{ DIV} + \beta'_{i,3} \text{ CDVCF} + \beta'_{i,4} \text{ CDVSAL} + \beta'_{i,5} \text{ CDVETA} + \beta'_{i,6} \text{ INV} + \beta'_{i,7} \text{ MBE} + \beta'_{i,8} \text{ RLTC} + \beta'_{i,9} \text{ CAAECO} + \beta'_{i,10} \text{ TAILLE} + \beta'_{i,11} \text{ SECT} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.1)$$

Notre panel de CDV pour les actionnaires est un modèle significatif (p-value du test de Fisher est de 0.0000 < 0.05) ce qui signifie que tous les coefficients de notre modèle sont différents de zéro. Tandis que, la réalisation de la statistique de Fischer associée au test H_0 de détection des effets individuels, est de 21.18. Au seuil d'un F (46,180), la p-value est inférieure au seuil de 5%, donc nous rejetons l'hypothèse nulle H_0 d'égalité des constantes α_i , et par conséquence, on opte pour l'introduction des effets individuels. La spécification finale de notre modèle est donc :

$$CDVACT_i = \alpha_i + \beta'_{i,1} \text{ END} + \beta'_{i,2} \text{ DIV} + \beta'_{i,3} \text{ CDVCF} + \beta'_{i,4} \text{ CDVSAL} + \beta'_{i,5} \text{ CDVETA} + \beta'_{i,6} \text{ INV} + \beta'_{i,7} \text{ MBE} + \beta'_{i,8} \text{ RLTC} + \beta'_{i,9} \text{ CAAECO} + \beta'_{i,10} \text{ TAILLE} + \beta'_{i,11} \text{ SECT} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.2)$$

(i = 1, ..., 47)

La statistique d'Hausman de notre modèle de CDV pour les actionnaires, nous donne une statistique H de 5.31. Au seuil de 5% la p-value correspondante à cette valeur est de 0.6224; donc ici nous ne pouvons rejeter l'hypothèse nulle, et nous optons pour le modèle à effets aléatoires.

Donc notre modèle gardera la forme de modèle à effets individuels aléatoires et se présentera comme suit :

$$CDVACT = -4.296675 - 0.0029886 \text{ END} + 2.27e-09 \text{ DIV} - 2.552438 \text{ CDVCF} + 2.631783 \text{ CDVSAL} + 0.3499134 \text{ INV} + 1.192092 \text{ MBE} + 0.0222157 \text{ CAAECO} + 0.3069558 \text{ TAILLE} + 0.3868659 \text{ SECT}.$$

- Diagnostic du modèle de CDV pour les créanciers financiers.

- Test d'Homoscédasticité:

Le test de Breusch-Pagan avec son hypothèse H_0 d'homoscédasticité, nous donne une F (9,225) dont la p-value est de 0.0000 inférieure à la valeur critique, alors rejette H_0 et nous concluons à l'existence de l'hétéroscédasticité. Le test d'hétéroscédasticité inter-individus nous aidera à détecter la forme de cet hétéroscédasticité, si elle est d'origine temps ou individus.

- Test d'hétéroscédasticité inter-individus :

La p-value donné par le test Wald modifié, qui est essentiellement un test F, est de 0.0000 inférieure au seuil de 5%, donc nous rejetons l'hypothèse nulle, et nous gardons la conclusion de l'existence d'hétéroscédasticité sans cependant, pouvoir ajouter d'avantage d'explications sur sa structure.

- Corrélation contemporaine entre individus :

Sous l'hypothèse nulle du test de Pesaran CD, nous supposons l'indépendance des résidus entre les individus.

La Pr (p-value de Pesaran) est égale à 0.1229 (supérieure à 0.05). Donc, nous concluons que les erreurs ne sont pas corrélées de manière contemporaine (No cross-sectional dependence).

- Auto-corrélation intra-individus :

L'hypothèse nulle du test Wald recommandé à ce stade, est celle d'absence d'auto-corrélation des erreurs. Si on rejette cette hypothèse, les erreurs des individus sont auto-corrélées.

La p-value de la statistique du test de Wooldridge F (1, 46) = 10.359 est de 0.0024, donc nous concluons à l'existence d'auto-corrélation des erreurs intra-individus.

- La correction de l'hétéroscédasticité et de l'auto-corrélation du modèle de CDV pour les actionnaires :

Le recours à la méthode de GLS ou MCG nous permettra la correction de l'hétéroscédasticité et de l'auto-corrélation détectée. La p-value du test Wald qui suit un χ^2 de degré de liberté 9, est de 0.0000, et par conséquent, notre modèle de CDV pour les actionnaires est significatif (coefficients Béta sont différents de zéro).

Les résultats de la méthode GLS sont mentionnés dans le **tableau 23 : Résultats des données de panel du modèle CDVACT à effets aléatoires corrigé (Voir annexe 13).**

Et la forme finale de notre modèle de CDV pour les actionnaires selon l'approche partenariale se présente comme suit :

$$\begin{aligned} \text{CDVACT} = & -11.48875 - 0.0057997 \text{ END} + 2.03\text{e-}09 \text{ DIV} - 2.846866 \text{ CDVCF} + 3.258622 \\ & \text{CDVSAL} + 1.0075 \text{ INV} + 1.387583 \text{ MBE} + 0.3227548 \text{ CAAECO} + 1.002235 \text{ TAILLE} \\ & + 0.4174833 \text{ SECT.} \end{aligned}$$

4.3.4 La CDV pour l'ETAT.

On considère la CDV pour les créanciers financiers modélisée comme suit :

$$\text{CDVETA}_i = \alpha_i + \beta'_{i,1} \text{END} + \beta'_{i,2} \text{DIV} + \beta'_{i,3} \text{CDVACT} + \beta'_{i,4} \text{CDVSAL} + \beta'_{i,5} \text{CDVCF} + \beta'_{i,6} \text{INV} + \beta'_{i,7} \text{MBE} + \beta'_{i,8} \text{RLTCA} + \beta'_{i,9} \text{CAAECO} + \beta'_{i,10} \text{TAILLE} + \beta'_{i,11} \text{SECT} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.1)$$

Le test de détection des effets individuels montre tout d'abord, que le modèle de CDV pour l'ETAT, en tant que partenaire des entreprises, est un modèle significatif au sens de Fisher (p-value du test de Fisher est de 0.0000 < 0.05). Quant à la présence d'effets individuels, la statistique F associée au test H_0 est de 2.41. La comparaison de cette valeur au seuil d'un Fischer avec (46,178) degrés de liberté nous donne une p-value très largement inférieure au seuil de 5%. Pour ce seuil, on rejette l'hypothèse nulle H_0 d'égalité des constantes α_i , et par conséquent, on opte pour l'introduction des effets individuels. La spécification de notre modèle sera de la forme suivante :

$$\begin{aligned} \text{CDVETA}_i = & \alpha_i + \beta'_1 \text{END} + \beta'_2 \text{DIV} + \beta'_3 \text{CDVACT} + \beta'_4 \text{CDVSAL} + \beta'_5 \text{CDVCF} + \beta'_6 \text{INV} + \beta'_7 \text{MBE} + \beta'_8 \text{RLTCA} + \\ & \beta'_9 \text{CAAECO} + \beta'_{10} \text{TAILLE} + \beta'_{11} \text{SECT} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.2) \end{aligned}$$

(i = 1, ..., 47)

La statistique d'Hausman nous donne une statistique H de 105.57. Au seuil de 5% la p-value correspondante à cette valeur est de 0.0000; donc ici nous rejetons l'hypothèse nulle d'absence de corrélation entre les effets individuels et les variables explicatives, et nous optons pour le modèle à effets fixes.

Donc notre modèle gardera la forme de modèle à effets individuels fixes et se présentera comme suit :

$$\begin{aligned} \text{CDVETA} = & 6.532501 + 0.00244 \text{ END} - 2.23\text{e-}09 \text{ DIV} + 0.9577771 \text{ CDVACT} - \\ & 2.064499 \text{ CDVSAL} + 2.265983 \text{ CDVCF} - 0.1075972 \text{ INV} - 0.9619042 \text{ MBE} + 0.0030044 \\ & \text{RLTCA} + 0.02645 \text{ CAAECO} - 0.6089017 \text{ TAILLE.} \end{aligned}$$

- Diagnostic du modèle de CDV pour l'Etat.

- Test d'Homoscédasticité:

Le test de Breusch-Pagan avec son hypothèse H_0 d'homoscédasticité, nous donne une F (11, 223) dont la p-value est de 0.0000 inférieure à la valeur critique, alors rejette H_0 et nous concluons à l'existence de l'hétéroscédasticité. Le test d'hétéroscédasticité inter-individus nous donnera une idée sur la forme de cet hétéroscédasticité, si elle est d'origine temporelle ou individuelle.

- Test d'hétéroscédasticité inter-individus :

La p-value donné par le test Wald modifié, qui est essentiellement un test F, est de 0.0000 inférieure au seuil de 5%, donc nous rejetons l'hypothèse nulle, et nous concluons à une hétéroscédasticité sans pouvoir expliquer son origine et sa structure dans ce modèle.

- Corrélation contemporaine entre individus :

Sous l'hypothèse nulle du test de Pesaran CD, nous supposons l'indépendance des résidus entre les individus.

La Pr (p-value de Pesaran) est égale à 0.0029 (inférieure à 0.05). Donc, nous concluons que les erreurs sont corrélées de manière contemporaine (cross-sectional dependance).

- Auto-corrélation intra-individus :

L'hypothèse nulle du test Wald recommandé à ce stade, est celle d'absence d'auto-corrélation des erreurs. Si on rejette cette hypothèse, les erreurs des individus sont auto-corrélées.

La p-value de la statistique de Wooldridge est largement inférieure au seuil de 5% (0.00000) donc nous concluons que les erreurs des individus sont auto-corrélées.

- La correction de l'hétéroscédasticité et de l'auto-corrélation du modèle de CDV pour les créanciers financiers :

Le recours à la méthode de GLS ou MCG nous permettra la correction de l'hétéroscédasticité et de la corrélation détectée. La p-value du test Wald χ^2 de degré de liberté de 10, est de 0.0000, et par conséquent, notre modèle de CDV pour l'Etat est un modèle significatif (coefficients Béta sont différents de zéro).

Les résultats de la méthode GLS sont mentionnés dans **le tableau 24 : Résultats des données de panel du modèle CDVETA à effets fixes corrigé (Voir annexe 14).**

Et la forme finale de notre modèle de CDV pour les pouvoirs publics sera comme suit :

CDVETA = 1.435528 + 0.00095 END + 6.64e-10 DIV + 0.3539256 CDVACT + 0.455529 CDVSAL + 0.6713024 CDVCF - 0.0170665 INV + 0.3105333 MBE - 0.0197252 RLTC + 0.0029797 CAAECO - 0.1404013 TAILLE + 0.071843 SECT.

4.4 Interprétation des résultats de la valeur partenariale.

La valeur partenariale, et comme nous l'avons déjà mentionné a été estimée par des données de répartition de la valeur ajoutée économique sur les différents partenaires de l'entreprise à savoir :

- CDV pour les salariés ;
- CDV pour les créanciers financiers ;
- CDV pour les actionnaires (vision comptable et économique) ;
- CDV pour l'Etat.

Sur la base des différentes hypothèses formulées, et afin de tenir compte des différentes variables susceptibles d'influencer la Création de Valeur partenariale que nous avons proposé onze variables inspirées de la littérature théorique et empirique pour modéliser la relation entre la valeur créée pour ces quatre partenaires et les différentes variables susceptibles de l'influencer.

4.4.1 Interprétation du modèle de CDV Salariale.

La forme finale du modèle de **CDV salariale** s'est établit comme suit :

$$\text{CDVSAL} = 1.743113 + 0.0005302 \text{ END} - 1.10\text{e-}10 \text{ DIV} + 0.0444985 \text{ CDVACT} + 0.9769749 \text{ CDVCF} - 0.0247231 \text{ CDVETA} - 0.0192078 \text{ INV} - 0.0804186 \text{ MBE} - 0.0001264 \text{ RLTC} + 0.0060764 \text{ CAAECO} - 0.1670475 \text{ TAILLE} + 0.1198672 \text{ SECT.}$$

S'agissant de l'impact sur la Création de Valeur pour les salariés (la valeur ajoutée allouée aux salariés), l'examen des résultats sur l'échantillon des 47 entreprises cotées montre que le modèle mis en œuvre est explicatif de cette valeur partenariale et statistiquement très significatif.

En revanche, le modèle montre que les coefficients associés la constante, la politique des dividendes, la répartition de la valeur au profil des actionnaires, créanciers financiers et Etat, la taille et le secteur sont statistiquement très significatif et donc ils agissent sur la Création de Valeur pour les salariés.

- La variable de la structure financière n'a pas un coefficient associé statistiquement significatif et donc n'a pas d'impact sur la valeur créée pour ce partenaire : les salariés (y compris le dirigeant). Donc la structure financière reste un signal diffusé par l'entreprise à ses salariés, et quelque soit le niveau d'endettement il n'affecte en rien la valeur salariale. L'absence d'impact de l'endettement sur la valeur salariale, observé sur l'échantillon des entreprises cotées faisant l'objet de notre étude conduit à **rejeter partiellement l'hypothèse (3) celle d'influence de la décision de financement sur la valeur partenariale- salariale dans ce premier modèle.**

- La politique de distribution des dividendes : le coefficient associé est négatif et statistiquement significatif. Ceci montre que les montants distribués au titre des dividendes impactent (négativement) la valeur créée pour les salariés.

Le coefficient associé à cette variable de politique de dividende confirmerait pour sa part la thèse de la non neutralité de cette politique dans les développements théoriques les plus récents, en premier lieu avec les arguments d'agence. Cependant, le signe négatif de cette relation peut être expliqué par le fait que la distribution de dividendes au profit des actionnaires peut être une source de conflits d'intérêts opposant les actionnaires aux salariés (y compris les dirigeants décideurs) qui verront leurs intérêts lésés avec une telle distribution de fonds. Ce résultat peut être expliqué par la thèse du free-cash flow de Jensen (1986) qui stipule qu'en versant des dividendes aux actionnaires, on réduit la capacité d'autofinancement de l'entreprise; ce qui oblige les dirigeants à recourir à l'endettement pour financer les nouveaux investissements ou bien à faire appel au marché pour obtenir de nouveaux fonds propres. En effet, ce versement de dividendes réduirait les free cash flow de la firme ainsi que les opportunités d'investissement. Cette distribution pourrait amener le dirigeant à rejeter certains projets, réduire les primes ou les annuler, voire même procéder à une politique de licenciement dans le pire des cas pour faire face aux obligations de remboursement de la dette et de la distribution des dividendes.

Les salariés, ce capital humain spécifique supporte alors deux types de risques dans ce cas selon Blair (1997) à savoir : le risque d'expropriation de la valeur créée en leur faveur par les actionnaires; ou encore un risque de dégradation de cette valeur dans l'avenir, à cause de l'insuffisance de la rente créée. Ces salariés seront protégés de ces risques s'ils sont également actionnaires de la firme, et dans ce cas bénéficieront également de cette création de valeur, comme l'estime Parrat (1999) : que l'approche partenariale permet d'éviter ce genre de risque en considérant les salariés comme des créanciers résiduels (tout comme les actionnaires) de la valeur étant créée à leur profit. Blair (1997) propose quant à lui, de rémunérer ce risque avec l'actionnariat salariés, et considère que la rémunération de ces derniers par des actions est un

moyen de protection de ce capital spécifique et d'alignement des intérêts des employés et des autres actionnaires.

De la même façon, l'impact négatif et statistiquement significatif sur la valeur salariale de l'affectation du *free cash flow* à la distribution de dividendes, sur l'échantillon des entreprises étudié, amène à **accepter l'hypothèse (4) d'existence d'influence significative des montants distribués au titre de dividendes mais seulement sur la valeur salariale.**

- Les variables VACF, VAACT et VAETA respectivement la part de la Valeur Ajoutée allouée aux créanciers financiers et aux actionnaires et à l'Etat ont été intégrée dans notre étude comme proxy de la création de valeur allouée à ces partenaires de l'entreprise, et ce afin de tester les propositions théoriques sur les conflits d'intérêt entre les parties prenantes de la firme et l'impact de ces conflits sur la création de valeur pour les salariés.

En effet, il s'est avéré que les coefficients associés aux deux premières variables VACF et VAACT sont positifs et statistiquement significatifs, donc les deux variables impactent positivement la valeur allouée aux salariés. Ce constat peut être justifié par le fait que les intérêts des créanciers financiers ne se chevauchent pas avec ceux des salariés, et au contraire la dette si affectée à des projets rentables peut être bénéfiques pour ces derniers. Alors qu'entre salariés et actionnaires, ce résultat basé sur des données comptables contredit les résultats obtenus grâce à des données financiers et qui stipulent que les intérêts des salariés sont lésés suite à un versement généreux de dividendes. Donc le résultat d'impact positif de la valeur créée pour les actionnaires sur celle créée pour les salariés soit à nuancer ou encore à expliquer par l'actionnariat des salariés qui peut justifier dans ce cas cet impact positif.

Cependant, le coefficient associé à la valeur allouée à l'Etat est négatif et statistiquement significatif, montre que la valeur créée pour les salariés est influencée négativement par celle allouée aux pouvoirs publics, ce qui peut être justifié par la lourdeur des impôts subis par les salariés.

L'impact statistiquement significatif sur la valeur salariale des relations d'agence entre salariés, créanciers financiers, actionnaires et Etat, dans notre échantillon des entreprises étudié, amène à **accepter l'hypothèse (6) qui suppose l'existence d'influence des conflits d'intérêt en matière du partage de la valeur créée mais seulement sur la valeur salariale.**

- La taille de l'entreprise : le coefficient associé à cette variable est négatif et statistiquement significatif, ce qui montre que la valeur salariale est impactée négativement par la taille. Résultat qui peut être expliqué par l'augmentation du risque du salarié suite à l'augmentation de la taille de la firme c'est-à-dire à l'effectif des salariés qui seront facilement substituables surtout s'il ne s'agit pas d'actif spécifique. A expliquer encore par la substitution graduelle des salariés par des machines surtout dans les entreprises de grande taille.
- Le secteur d'activité de l'entreprise : les résultats de l'estimation du coefficient associé à cette variable semblent accorder une importance particulière au secteur de l'activité de l'entreprise dans la contribution à la création de valeur salariale. En effet, l'impact positif et statistiquement significatif de cette variable peut être expliqué par le fait que les compétences sont évaluées différemment par les secteurs (services, commerce ou industrie) qui cherchent les personnes et compétences adéquates aux spécificités de chaque secteur.
- Les coefficients des variables restantes (INV, CAAECO, RLTC, MBE) sont des coefficients statistiquement non significatifs ce qui les élimine de notre cadre d'interprétation.

4.4.2 Interprétation du modèle de CDV pour les créanciers financiers.

La forme finale du modèle de **CDV pour les créanciers financiers** se présente comme suit :

$$CDVCF = - 1.310216 - 0.0005991 \text{ END} + 8.87e-11 \text{ DIV} - 0.0371728 \text{ CDVACT} + 0.8229983 \text{ CDVSAL} + 0.0306916 \text{ CDVETA} - 0.0082995 \text{ INV} + 0.0670729 \text{ MBE} + 0.0003729 \text{ RLTC} - 0.0277789 \text{ CAAECO} + 0.1299205 \text{ TAILLE} - 0.1135658 \text{ SECT.}$$

Ce modèle économétrique de création de valeur pour les créanciers financiers (la part de la valeur allouée à ce partenaire) est un modèle explicatif et statistiquement très significatif, ce qui nous permet d'interpréter les résultats des coefficients des variables introduites et tirer par conséquence, des conclusions quant à l'impact de ces variables sur la création de valeur pour les créanciers.

En revanche, le modèle montre que les coefficients associés la constante, la politique des dividendes, la répartition de la valeur au profil des actionnaires salariés et Etat, l'efficacité de l'actif économique, la taille et le secteur sont statistiquement très significatif et donc ils agissent sur la valeur créée pour les créanciers financiers.

- Le coefficient associé à la variable de la structure financière n'est pas statistiquement significatif, et donc cette variable n'a pas d'impact sur la valeur créée pour ce partenaire : les créanciers financiers.

Ce résultat peut être justifié par le fait que même si l'entreprise est endettée, les créanciers financiers sont assez couverts contre les risques de défaillance et de faillite grâce aux clauses protectrices, et garanties exigées par ces derniers suite à toute nouvelle demande d'endettement.

La théorie des options explique en effet, comment ces créanciers financiers sont protégés contre tout risque puisque les actionnaires de l'entreprise détiennent une option d'achat sur l'actif économique de l'entreprise, ce qui signifie que les actifs de cette dernière sont transférés aux créanciers lors de la signature du contrat d'emprunt en contrepartie d'un certain montant d'argent. Cette somme devient alors le prix d'exercice de l'option d'achat qu'ils acquièrent auprès des prêteurs pour « racheter » à l'échéance les actifs de la firme. Par contre, l'achat d'un put (option de vente) par les actionnaires sur les actifs de l'entreprise les autorise, en cas d'évolution défavorable de la valeur des actifs, à transférer aux créanciers la propriété de ces derniers. La valeur de cette option est donc la prime de risque acquittée par les actionnaires aux créanciers au moment de la réalisation de l'opération de financement. Sauf que les créanciers, et en plus de cette convention optionnelle, ajoutent des clauses restrictives dans le contrat les liant à l'entreprise pour se couvrir de tout autre risque imprévu. L'absence d'impact de l'endettement sur la valeur créée pour les créanciers financiers, observé sur l'échantillon des entreprises cotées faisant l'objet de notre étude conduit à **rejeter l'hypothèse (3) celle d'influence de la décision de financement sur la création de valeur dans le cas du partenaire : les créanciers financiers.**

- Le coefficient associé à la variable de la politique de distribution est positif et statistiquement significatif ce qui va à l'encontre de la thèse du free-cash flow de Jensen (1986) qui stipule que les actionnaires peuvent demander une politique de distribution de dividendes plus généreuse, chose qui n'est pas appréciée par les créanciers qui sont généralement réticents à toute forme de prélèvement sur les bénéfices de la société. C'est ainsi que les versements qui se font au profit des uns se feront toujours au détriment des autres. Sauf que la liberté des actionnaires en matière de cette décision est limitée que ce soit par la loi fiscale ou encore par les clauses restrictives annexées aux contrats de prêts qui régulent ces conflits par la volonté des deux parties ou encore par l'intervention de la loi via la constitution des réserves légales qui limitent les

versements de dividendes aux actionnaires et constituent un fonds dans lequel les créanciers peuvent puiser en cas de liquidation.

Donc ce résultat peut être expliqué par le fait que les créanciers sont suffisamment assurés par les clauses restrictives et garanties que la distribution est un signe de bonne santé financière de l'entreprise, et de ce fait, ils voient la valeur de leurs obligations augmenter. Peut être expliqué aussi par le fait que ces créanciers peuvent bénéficier de cette politique s'ils sont également actionnaires ou détiennent des obligations convertibles.

L'impact positif et statistiquement significatif sur la valeur créée pour les créanciers financiers de l'affectation du *free cash flow* à la distribution de dividendes, sur l'échantillon des entreprises étudié, amène à **accepter l'hypothèse (4) d'existence d'influence des montants distribués au titre de dividendes sur la valeur créée pour le partenaire : les créanciers financiers.**

- Les variables VASAL, VAACT et VAETA respectivement la part de la Valeur Ajoutée allouée aux salariés, aux actionnaires et à l'Etat ont des coefficients statistiquement significatifs, respectivement positif négatif et positif.

L'influence positive de la variable valeur créée pour les salariés sur la valeur créée pour les créanciers financiers peut être justifié par le fait que les intérêts des ces derniers ne se chevauchent pas avec ceux des salariés, et au contraire si ces salariés ont des compétences spécifiques ou au moins sont motivés ils vont être plus productifs et rentables chose qui augmentera les flux financiers de l'entreprise et par conséquent, sera capable d'honorer ses engagements envers les créanciers qui verront également la valeur de leurs obligations augmenter.

L'impact positif de la valeur allouée à l'Etat sur la valeur créée pour les créanciers trouve sa justification dans la loi fiscale qui donne aux entreprises l'avantage de la déduction fiscale des intérêts financiers de la dette, ce qui encourage les firmes à opter pour ce mode de financement, et par conséquent, les créanciers financiers et grâce à la hausse de la demande de crédits voient la valeur de leurs titres augmenter.

Par contre l'impact négatif de la variable valeur créée pour les actionnaires sur la valeur créée pour les créanciers financiers s'explique toujours par la théorie du free cash flows qui est une arme à double tranchant. En effet, et en fonction de la politique de distribution pratiquée par la firme (généreuse ou pas), l'impact sur les créanciers financiers sera important ou moins important. Dans ce cas de figure, et puisque cette politique avait un impact négatif, ceci se traduira par une limitation de fonds de remboursement et donc un risque de défaillance et de faillite ce qui affecte négativement la valeur créée des créanciers financiers.

L'impact statistiquement significatif sur la valeur créée pour les créanciers financiers des relations d'agence entre salariés, créanciers financiers, actionnaires et Etat, dans notre échantillon des entreprises étudié, amène à **accepter l'hypothèse (6) qui suppose l'existence d'influence des conflits d'intérêt en matière du partage de la valeur créée sur la valeur créée pour les créanciers financiers.**

- La taille de l'entreprise : le coefficient associé à cette variable est positif et statistiquement significatif, ce qui montre que la valeur créée pour les créanciers financiers est impactée positivement par la taille qui constituera une garantie solide pour ces derniers dans le cas de défaillance de la firme.
- Le secteur d'activité de l'entreprise : les résultats de l'estimation du coefficient associé à cette variable semblent que cette variable contribue négativement à la création de valeur pour les créanciers financiers. Ce résultat peut être expliqué par la proposition de Lewis.P et H.Thomas (1990) qui démontrent que les performances économiques et boursières varient plus

à l'intérieur des groupes stratégiques qu'entre eux. Ceci signifie peut être les créanciers s'intéressent plus aux entreprises en tant que telles qu'à leur secteur et contexte concurrentiel.

- Les coefficients des variables restantes (INV, RLTC, MBE) sont des coefficients statistiquement non significatifs ce qui les élimine de notre cadre d'interprétation.

4.4.3 Interprétation du modèle de CDV pour les actionnaires (vision comptable & économique).

La forme finale du modèle de **CDV pour les actionnaires** selon l'approche partenariale se présente comme suit :

$$\begin{aligned} \text{CDVACT} = & - 11.48875 - 0.0057997 \text{ END} + 2.03\text{e-}09 \text{ DIV} - 2.846866 \text{ CDVCF} + 3.258622 \\ & \text{CDVSAL} + 1.0075 \text{ INV} + 1.387583 \text{ MBE} + 0.3227548 \text{ CAAECO} + 1.002235 \text{ TAILLE} \\ & + 0.4174833 \text{ SECT.} \end{aligned}$$

Ce modèle (vision comptable et économique et à comparer avec celle financière) est un modèle explicatif et statistiquement très significatif. Il montre que les coefficients associés la constante, la politique des dividendes, la répartition de la valeur au profil des créanciers financiers et salariés, l'investissement, l'efficacité de l'actif économique, la taille sont statistiquement très significatif et par conséquent, ces variables ont une influence notable sur la valeur économique créée pour les actionnaires.

- Le coefficient associé à la variable de la structure financière n'est pas statistiquement significatif, et donc cette variable n'a pas d'impact sur la valeur économique créée pour les actionnaires contrairement aux résultats du modèle de la valeur du marché influencée par cette variable. Ces deux résultats contradictoires peuvent être expliqués soit par la mise en cause de l'hypothèse de l'efficacité du marché financier de Casablanca, soit par la mise en cause des méthodes comptables utilisées et les manipulations de comptabilité qui pourront fausser l'analyse.

L'absence d'impact de l'endettement sur la valeur économique créée pour les actionnaires, nous amène à rejeter l'hypothèse (3) celle d'influence de la décision de financement sur la création de valeur pour le partenaire : les actionnaires.

- Le coefficient associé à la variable de la politique de distribution est positif et statistiquement significatif.

L'impact positif de cette variable confirme la thèse du non neutralité de cette politique dans les développements théoriques les plus récents, notamment les arguments de la théorie d'agence qui voient dans la distribution de dividendes une activité réduisant les coûts d'agence de la divergence d'intérêts opposant les dirigeants aux actionnaires. Il corrobore également avec les propositions de la théorie informationnelle qui voit en l'augmentation des dividendes distribués une information diffusée aux actionnaires que les bénéfices futurs de la société seront meilleurs que l'année précédente. En effet, ce qui importe le plus ce n'est pas le montant des dividendes distribués mais plutôt de l'information reliée aux perspectives de croissance des résultats de la société.

Ce résultat converge avec celui trouvé grâce au modèle de création de valeur financière, et confirme l'impact positif de la distribution sur la richesse économique de l'actionnaire.

L'impact positif et statistiquement significatif sur la valeur économique créée pour les actionnaires de l'affectation du *free cash flow* à la distribution de dividendes, sur l'échantillon des entreprises étudié, amène à **accepter l'hypothèse (4) d'existence d'influence des montants distribués au titre de dividendes sur la valeur créée pour le partenaire : les actionnaires.**

- Les variables VASAL, VACF respectivement la part de la Valeur Ajoutée allouée aux salariés, et aux créanciers financiers ont des coefficients statistiquement significatifs, respectivement positif négatif.

L'impact positif de la valeur salariale sur la valeur économique créée pour les actionnaires est un impact justifié par le fait que la part accaparée par les salaires n'affecte en rien la part distribuée aux actionnaires puisque il s'agit juste de la rémunération légitime attendue par chacun de ces partenaires. D'autant plus que cette part salariale si importante va motiver et rentabiliser les salariés ce qui sera bénéfique pour la rentabilité de l'entreprise et par la suite pour les actionnaires créanciers résiduels.

Alors que l'impact négatif de la part de valeur allouée aux créanciers financiers sur la valeur économique allouée aux actionnaires est un impact justifié d'une part, par le risque supporté par les créanciers en cas d'investissement (financé par la dette) non rentable, et par la responsabilité limitée des actionnaires dans ce cas, d'autre part. Dans le cas contraire, les gains réalisés vont bénéficier essentiellement aux actionnaires, ce qui justifie l'aversion de ces derniers vers les projets très risqués.

Cet impact négatif est également justifié par la politique de distribution de l'entreprise. En effet, si cette politique est généreuse surtout si elle est faite au détriment du financement d'investissements futurs, a pour conséquence la diminution de la valeur des obligations émises par l'entreprise et évaluées sur la base de cette politique de distribution. Ce raisonnement poussé à l'extrême, les obligataires se trouveront avec des créances sans aucune valeur si l'entreprise décide de vendre l'intégralité de ses actifs et de payer à ses actionnaires un dividende liquidatif.

Le raisonnement inverse, et dans le cas d'allocation des free cash de l'entreprise au service du remboursement de la dette, la part allouée aux actionnaires se trouvera réduite, et puisque ces derniers sont des créanciers résiduels, les créanciers financiers ont la priorité dans le partage de la valeur économique, ce qui réduit la part restante pour les actionnaires.

L'impact statistiquement significatif sur la valeur économique créée pour les actionnaires des relations d'agence entre salariés, créanciers financiers, actionnaires, amène à **accepter l'hypothèse (6) qui suppose l'existence d'influence des conflits d'intérêt en matière du partage de la valeur économique sur la part de la valeur économique allouée aux actionnaires.**

- Le coefficient associé à la variable d'investissement est statistiquement significatif avec un signe positif. Ce résultat converge vers la proposition théorique qui stipule que la conséquence directe de la politique d'investissement d'une entreprise est la variation positive de la valeur ajoutée économique et de la valeur des capitaux propres s'il s'agit d'un investissement rentable. En effet, La décision d'investissement est de ce fait une décision cruciale, car le choix des projets les plus rentables seront certainement bénéfiques pour les actionnaires.
- Le coefficient associé à la variable CAAECO est statistiquement significatif avec un signe positif. Cela renforce l'idée précédente selon laquelle un investissement rentable et une efficacité de l'actif économique ne pourront qu'impacter positivement la valeur économique en général et la part créée pour les actionnaires en particulier.
- La taille de l'entreprise : le coefficient associé à cette variable est positif et statistiquement significatif, ce qui veut dire que la valeur économique créée pour les actionnaires est influencée positivement par la taille de l'entreprise. En effet, les économies d'échelle ne pourront qu'être bénéfiques pour la production de l'entreprise et par la suite pour la valeur économique créée.
- Les coefficients des variables restantes (END, MBE, SECT) sont des coefficients statistiquement non significatifs ce qui les élimine de notre cadre d'interprétation.

4.4.4 Interprétation du modèle de CDV pour l'Etat.

Et la forme finale de notre modèle de **CDV pour les pouvoirs publics** sera comme suit :

$$\begin{aligned} CDVETA = & 1.435528 + 0.00095 \text{ END} + 6.64e-10 \text{ DIV} + 0.3539256 \text{ CDVACT} + \\ & 0.455529 \text{ CDVSAL} + 0.6713024 \text{ CDVCF} - 0.0170665 \text{ INV} + 0.3105333 \text{ MBE} - \\ & 0.0197252 \text{ RLTC} + 0.0029797 \text{ CAAECO} - 0.1404013 \text{ TAILLE} + 0.071843 \text{ SECT.} \end{aligned}$$

Ce modèle de valeur créée pour l'Etat s'est avéré un modèle statistiquement significatif, avec trois variables positivement influentes sur cette valeur à savoir : le montant des dividendes, la valeur salariale, la valeur économique actionnariale, la valeur créée et allouée aux actionnaires. Ce résultat renforce l'idée que l'Etat avec son système fiscal bénéficie largement des parts de valeur allouées aux autres tiers puisque au fur et à mesure que ces parts augmentent, la part touchée par l'Etat augmente également.

Conclusion

L'interprétation des résultats des données de panels des quatre modèles représentatifs de la valeur partenariale pour les principaux partenaires : Etat, salariés, créanciers financiers, actionnaires (vision comptable et économique) ont infirmé l'hypothèse d'existence d'influence de la décision de financement sur la valeur créée pour ces partenaires. Ce résultat montre que la structure financière reste un signal diffusé par l'entreprise marocaine cotée à ses partenaires, et quelque soit le niveau d'endettement il n'affecte en rien la valeur partenariale.

Par contre, la politique de dividendes, testée comme deuxième variable influente sur la valeur partenariale, s'est avérée statistiquement ayant un impact sur cette Création de Valeur et pour l'ensemble des partenaires étudiés. Le coefficient associé à cette variable confirmerait pour sa part la thèse de la non neutralité de cette politique dans les développements théoriques les plus récents, en premier lieu avec les arguments d'agence. Cependant, le signe tantôt négatif tantôt positif de cette relation peut être expliqué par le fait que la distribution de dividendes au profit des actionnaires peut être une source de conflits d'intérêts opposant les actionnaires aux autres partenaires stratégiques (y compris les dirigeants décideurs) qui verront leurs intérêts lésés avec une telle distribution de fonds.

Le conflit d'intérêts en matière de création et répartition de valeur partenariale entre salariés créanciers financiers, actionnaires et Etat, s'est présenté également comme variable statistiquement significative et influente (même avec des signes différents : positif et négatif) sur la valeur partenariale créée au sein des 47 entreprises étudiées.

CONCLUSION GENERALE ET IMPLICATIONS DE LA RECHERCHE

Après avoir exposé notre approche et après avoir analysé notre méthodologie, et après avoir jugé et interprété les fruits de cette dernière, nous arriverons maintenant à terme de notre recherche. Tel est notre propos dans cette conclusion qui résume les résultats et les principales réponses à notre problématique de recherche à savoir la relation d'influence de la décision de financement et de la politique de distribution des dividendes sur la Valeur actionnariale et partenariale que nous avons testée auprès des principales entreprises marocaines introduites en bourse de Casablanca entre la période 2005/2009.

Ce dernier volet s'intéresse également à exposer les principales limites théoriques et techniques rencontrées lors de notre recherche et qui peuvent être des points d'extension dans de prochains travaux. Nous expliciterons également d'autres dimensions impliquées par notre étude et qui visent essentiellement à améliorer la Création de Valeur actionnariale et partenariale au sein des entreprises marocaines aussi bien cotées que les non cotées, afin d'incarner à ses dernières un système de gestion par et pour la Valeur dans leur gestion quotidienne et dans leur processus de prise de décision en générale, et financière en particulier.

- Les principaux résultats.

Nous récapitulons les principaux résultats de notre étude et sous les hypothèses de recherche formulées dans les tableaux suivants :

- Les principaux résultats du modèle de CDV actionnariale :

Tableau 25 : La vérification empirique des hypothèses théoriques testées pour le modèle de CDV actionnariale.

Les hypothèses théoriques testées	La vérification empirique
H1. La politique de financement pratiquée par les entreprises marocaines cotées en bourse, exerce une influence (positive ou négative) sur la création de valeur actionnariale (Market value added).	Hypothèse vérifiée
H2. La politique de distribution pratiquée par les entreprises marocaines cotées en bourse, exerce une influence (positive ou négative) sur la création de valeur actionnariale (Market value added).	Hypothèse vérifiée
H3. Les conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes (créanciers financiers et salariés) en matière de partage de cette valeur créée influence la création de valeur actionnariale des entreprises marocaines cotées en bourse.	Hypothèse non vérifiée

Notre premier modèle économétrique MVA nous a confirmé le postulat d'existence d'influence des deux principales variables : la décision de financement prise par les décideurs marocaines et de la politique de distribution de dividendes sur la valeur actionnariale des 47 entreprises marocaines. Tandis que l'impact des conflits d'intérêts entre les principaux

partenaires (Salariés, créanciers financiers, Etat, actionnaires) s'est avéré non significatif et n'a pas d'impact sur la création de valeur financière de notre échantillon d'entreprises.

- *Les principaux résultats des quatre modèles de CDV partenariale :*

Tableau 26 : La vérification empirique des hypothèses théoriques testées pour le modèle de CDV salariale.

Les hypothèses théoriques testées	La vérification empirique
H1. La politique de financement pratiquée par les entreprises marocaines cotées en bourse, exerce une influence (positive ou négative) sur la création de valeur salariale.	Hypothèse non vérifiée
H2. La politique de distribution pratiquée par les entreprises marocaines cotées en bourse, exerce une influence (positive ou négative) sur la création de valeur salariale.	Hypothèse vérifiée
H6. Les conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes en matière de partage de cette valeur créée influence la création de valeur salariale.	Hypothèse vérifiée

Tableau 27 : La vérification empirique des hypothèses théoriques testées pour le modèle de CDV pour les créanciers financiers :

Les hypothèses théoriques testées	La vérification empirique
H1. La politique de financement pratiquée par les entreprises marocaines cotées en bourse, exerce une influence (positive ou négative) sur la création de valeur pour les créanciers financiers.	Hypothèse non vérifiée
H2. La politique de distribution pratiquée par les entreprises marocaines cotées en bourse, exerce une influence (positive ou négative) sur la création de valeur pour les créanciers financiers.	Hypothèse vérifiée
H6. Les conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes en matière de partage de cette valeur créée influence la création de valeur pour les créanciers financiers.	Hypothèse vérifiée

Tableau 28 : La vérification empirique des hypothèses théoriques testées pour le modèle de CDV pour les actionnaires (vision comptable et économique) :

Les hypothèses théoriques testées	La vérification empirique
H1. La politique de financement pratiquée par les entreprises marocaines cotées en bourse, exerce une influence (positive ou négative) sur la création de valeur économique pour les actionnaires.	Hypothèse non vérifiée
H2. La politique de distribution pratiquée par les entreprises marocaines cotées en bourse, exerce une influence (positive ou négative) sur la création de valeur économique pour les actionnaires.	Hypothèse vérifiée
H6. Les conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes en matière de partage de cette valeur créée influence la création de valeur économique pour les actionnaires.	Hypothèse vérifiée

- **Tableau 29 : La vérification empirique des hypothèses théoriques testées pour le modèle de CDV Etatique :**

Les hypothèses théoriques testées	La vérification empirique
H1. La politique de financement pratiquée par les entreprises marocaines cotées en bourse, exerce une influence (positive ou négative) sur la création de valeur Etatique.	Hypothèse non vérifiée
H2. La politique de distribution pratiquée par les entreprises marocaines cotées en bourse, exerce une influence (positive ou négative) sur la création de valeur Etatique.	Hypothèse vérifiée
H6. Les conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes en matière de partage de cette valeur créée influence la création de valeur Etatique.	Hypothèse vérifiée

Les résultats des quatre modèles représentatifs de la valeur partenariale (pour les principaux partenaires : Etat, salariés, créanciers financiers, actionnaires) ont infirmé l'hypothèse d'influence de la décision de financement sur la valeur créée pour ces partenaires. La politique de dividendes, par contre s'est avérée influente sur cette valeur partenariale pour l'ensemble des partenaires étudiés. De même, les conflits d'intérêts en matière de création et répartition de valeur partenariale entre salariés créanciers financiers, actionnaires et Etat, ont impacté différemment cette valeur partenariale créée au sein des 47 entreprises étudiées.

- **Les limites de la recherche.**

i. Le calcul des cours boursiers annuels.

Le calcul de la MVA dans le premier modèle ((la capitalisation boursière - la valeur comptable des FP) / la valeur comptable des FP et dettes financières), s'est fait sur la base de valeurs annuelles vu que les états de synthèses sur lesquels nous nous sommes basés n'offrent que des données annuelles. Cependant, les données accessibles sur les cours boursiers étaient des données journalières, alors que nous avons besoin des valeurs annuelles des capitalisations boursières des entreprises cotées objet de notre étude. Pour ce faire, nous avons calculé dans un premier temps les cours boursiers mensuels, et nous avons pris la moyenne de ces valeurs mensuelles pour obtenir ceux annuels.

Cette méthode malgré le fait qu'elle nous a permis de sortir de l'impasse technique de calcul, elle pourra cependant, constituer un biais aux résultats de notre étude.

ii. La remise en cause de l'efficience du marché financier de Casablanca. Explications des résultats dans la lumière de l'inefficience de la BVC et l'étroitesse de ce marché.

Comme dans la théorie financière, nous nous sommes basés sur l'hypothèse d'efficience du marché financier champs de notre étude, et que l'ensemble des hypothèses de notre étude ne peuvent être logique et exploitable que dans ce cadre d'efficience de marché boursier. Rappelons qu'un marché est efficient (encore appelé marché à l'équilibre ou marché parfait) lorsque le prix des titres financiers y reflète à tout moment toute l'information pertinente disponible. Dans un tel marché, il est impossible de prévoir les rentabilités futures, et un titre financier est à tout moment à son prix .

Historiquement, les recherches pionnières ont démontré la performance des marchés dans la valorisation des actifs. Leur efficience implique, en effet, un cheminement aléatoire des cours boursiers, situation se maintenant lorsque l'auto-corrélation des variations reste insignifiante. Cependant, et lorsque ces variations deviennent excessives, les réactions des investisseurs

mettent en cause l'idée que le prix du marché reflète à tout moment la meilleure estimation possible de la valeur des entreprises.

Dans un article d'Abouy (2005), intitulé : « Peut-on croire à l'efficacité des marchés ? », l'auteur s'interroge sur la confiance que l'on peut placer dans les vertus des modèles mathématiques, mis au point, au siècle dernier, par un grand nombre de mathématiciens et de scientifiques renommés. Et bien que solidement établie au sein de la communauté scientifique, l'hypothèse de l'efficacité des marchés est remise en question par de célèbres mathématiciens, qui proposent de modéliser la distribution des rentabilités autrement qu'à partir de la loi normale, qui n'enregistre pas les réactions brutales du marché, et les 'comportementalistes' qui démontrent que les décisions des investisseurs sont fréquemment en infraction avec l'hypothèse de rationalité¹²⁵.

Le Maroc, et à l'instar des pays émergents, a entamé un arsenal de réformes et transformations radicales concernant l'organisation et le fonctionnement de son marché financier : la bourse de Casablanca. Cependant, plusieurs études empiriques montrent que ce marché financier marocain n'a pas encore atteint le stade de maturité, et par conséquent, ont remis en cause l'hypothèse d'efficacité informationnelle de ce marché financier¹²⁶, ce qui revient à dire que les cours des titres cotées sur ce marché financier ne reflètent pas correctement et entièrement l'ensemble des informations disponibles et qu'ils s'ajustent lentement aux nouvelles informations (distribution de dividendes, modification du capital...).

En effet, le marché financier marocain est un marché émergent, se caractérisant par un nombre de sociétés cotées faibles, une liquidité moyenne, une transparence limitée, une microstructure à efficacité moyenne, et des risques peu prévisibles.

Le tableau qui suit le situe par rapport aux critères boursiers quantitatifs et qualitatifs de certains pays émergents :

Tableau 30 : les stades de développement des marchés boursiers émergents

1^{er} Niveau - Nombre limité de sociétés cotées - Faible capitalisation boursière - Grande concentration du marché - Volatilité assez élevée - Cadre réglementaire et institutionnel élémentaire. (Pologne, Hongrie, Côte d'ivoire, Zimbabwe, Jordanie, Maroc)	2^{ème} Niveau - Niveau de liquidité raisonnable - Grande variété de sociétés cotées - Présence d'investisseurs internationaux - Taille des marchés réduite par rapport à l'économie locale (Brésil, Chine, Colombie, Inde, Chili, Pakistan)
3^{ème} Niveau - Rendements stables - Volatilité plus faible - Capitalisation boursière en forte expansion - Mécanisme de transfert de risques et de couverture adéquats (Malaisie, Thaïlande, Afrique du Sud, Argentine, Indonésie)	4^{ème} Niveau - Marchés matures avec liquidité satisfaite - Activité assez forte - Prime de risque tendant vers les niveaux internationaux - Marchés d'actions bon baromètre de l'économie locale (Hong-Kong, Corée du sud, Singapour, Taiwan, Mexique)

Source du tableau : J.B.Azour « Marché boursiers des pays émergents : une grande diversité dans le développement » Revue Banque, n° 582-Juin 1997

¹²⁵ DENGLOS. G : « Création de valeur, risque de marché et gouvernance des entreprises » Edition Economica 2010.

¹²⁶ BAKIR.Kh : « L'efficacité des marchés financiers des pays émergents : l'exemple de la bourse de Casablanca » Laboratoire d'économie d'Orléans. Article pdf en ligne.

iii. Les contradictions en matière des résultats de la création de valeur pour les actionnaires selon la vision comptable économique et celle financière :

Nous avons constaté que la valeur financière (MVA) est influencée négativement par la structure financière des entreprises cotées objet de notre étude, alors que la valeur comptable et économique n'a aucune sensibilité et ne s'affecte pas par cette structure financière. Cette contradiction confirme les différences entre les deux visions financière et comptable, et nous amène à nuancer les deux car la première peut être erronée à cause de l'hypothèse de l'inefficience du marché financier (la bourse de Casablanca), et la deuxième vision qui peut être également mise en cause à cause des manipulations des méthodes comptables.

iv. Difficulté d'accès aux données :

Normalement, la mesure de création de valeur actionnariale retenue dans notre étude la MVA est une mesure qui subit plusieurs retraitements et ajustements selon le cabinet Stewart&S fin d'éviter les distorsions méthodologiques liées aux retraitements ou ajustements comptables préconisés. Cependant, et à cause des difficultés d'accès aux données comptables extra bilan de l'ensemble des entreprises composant notre échantillon, c'est une version simplifiée de l'indicateur MVA qui a été retenue.

v. Le caractère statique de la base de données utilisée :

Plusieurs études empiriques et théoriques ont prouvé l'influence plus au moins importante d'un ensemble de d'autres variables sur la création de valeur telles que : la volatilité de l'activité, la structure de propriété de l'entreprise ou encore l'existence d'opportunités d'investissement. Cependant, et à cause du caractère statique de notre base de données qui ne permet pas de construire des proxys fiables de ces variables, ces dernières ont été éloignées de notre étude, sauf qu'ils ont le mérite d'être abordé dans d'autres travaux de recherche pour pouvoir étudier l'essentiel des influents sur la création de valeur afin de l'optimiser.

vi. La difficulté de mesure de la valeur partenariale :

Pour opérationnaliser l'approche partenariale, nous l'avons estimée par des données de répartition de la valeur ajoutée économique sur les différents partenaires de l'entreprise (essentiellement l'Etat, les salariés, les créanciers financiers et les actionnaires). Cependant, la valeur partenariale créée est certes, différente de la valeur ajoutée du fait que cette dernière est évaluée à partir des prix et coûts explicites. En effet, la valeur ajoutée est égale à la différence entre les ventes et les consommations externes. Par ailleurs, la mesure partenariale n'est pertinente que si les coûts d'opportunité prennent en compte, pour déterminer la rémunération d'opportunité, la nécessité de préserver la valeur du capital apporté. La mesure du coût d'opportunité doit, en effet, inclure le remboursement du capital investi (le principal pour les créanciers).

Donc ce proxy de la valeur partenariale n'est pas la bonne mesure de cette valeur créée, ce qui pourra constituer un biais des résultats trouvés. Cependant, c'était un essai qui avait le mérite d'opérationnaliser cette approche, en vue de l'améliorer dans d'autres travaux empiriques.

vii. Absence de références bibliographiques concernant l'approche partenariale :

Les théories existantes et qui traite de la question des modèles de dépendance entre la politique de financement et de distribution d'une part, et la création de valeur partenariale, d'autre part, sont rares voire absentes lorsqu'il s'agit de l'impact de ces décisions financières sur cette valeur partenariale créée. En effet, l'essentiel des théories sont toutes orientées vers la valeur actionnariale, et n'abordent pas l'impact sur la richesse des autres partenaires de l'entreprise, ce qui s'est traduit par une pénurie voire absence de références théoriques avec lesquelles nous pourrions comparer et confronter nos résultats empiriques pour les

modèles de la CDV partenariale. Par conséquent, nos résultats ont été confrontés avec les théories de la valeur en général et avec la logique des conflits d'intérêts entre les différents partenaires de l'entreprise.

- Les implications de la recherche

i. Interprétation des résultats dans la lumière de la finance comportementale :

L'interprétation de nos résultats empiriques s'est faite, en effet, sur la base de la confrontation avec les références théoriques disponibles en la matière. Par ailleurs, et puisque le marché financier de Casablanca était notre champs d'étude, nos résultats peuvent ne pas avoir forcément d'explications épuisées dans la théorie financière existante, et peuvent être expliqués grâce à la finance comportementale, notamment pour le modèle de la valeur actionnariale(MVA) qui se base sur des données logiques et rationnelles du marché financier. En effet, la finance comportementale explique les variations des données des marchés financiers et des comportements des investisseurs financiers sous la lumière de la politique de la troupe qui stipule que les investisseurs suivent généralement la tendance optimiste ou pessimiste du marché financier, et que cette politique ou tendance de la troupe est la cause principale des crises et des troubles du marché financier.

ii. L'efficience du marché financier de Casablanca :

L'efficience du marché de Casablanca est une piste propice de recherche surtout pour les financiers- économètres, afin de trouver des réponses à cette question délicate et afin de situer ce marché financier entre efficience ou inefficience informationnelle, base d'interprétation des résultats empiriques.

iii. Vers une gouvernance partenariale :

Les décideurs marocains doivent se pencher vers une incarnation du système de la CDV partenariale dans leur système managérial, insuffisamment abordée et pratiquée par l'approche de la CDV, et surtout non opérationnelle au sein des entreprises marocaines.

En effet, du primat d'une gouvernance moniste au primat d'une gouvernance plurale qui sert les intérêts aussi bien des actionnaires que des autres partenaires comme le cite G.B.Stewart (1994) : « La finance d'entreprise et la théorie microéconomique nous indiquent que le premier objectif financier est de maximiser la richesse des actionnaires. Cet objectif ne sert pas simplement les intérêts des propriétaires de l'entreprise, c'est aussi la règle qui permet de s'assurer que les ressources limitées de toutes sortes sont allouées, gérées et déployées de façon aussi efficace que possible, ce qui dès lors maximise la richesse au sens large¹²⁷ ».

iv. Etude de l'influence de la rémunération, du turnover et l'actionnariat dirigeants sur la performance de l'entreprise.

De nombreux mécanismes d'incitations financières peuvent être développées par les décideurs marocains pour atténuer les problèmes d'agence en liant la rémunération des dirigeants à la performance de l'entreprise tels que des bonus et des révisions de salaire indexés sur la performance, des stocks -options, et des décisions de licenciement reposant sur la performance.

Par ailleurs, il faut encourager et améliorer la détention d'actions par les dirigeants marocains ce qui pourra constituer une incitation financière forte, car le patrimoine de ces derniers dépendra directement de la valorisation de l'action détenue.

Cette rémunération des dirigeants doit, si elle souhaite les inciter à diriger l'entreprise dans un but de maximisation, parvenir à arbitrer entre quatre contraintes selon S.F.O'Byrne (1995) :

¹²⁷ Ce qui renvoie à la main invisible d'Adam Smith qui réconcilie intérêts particuliers et intérêts généraux.

- L'alignement de la fonction d'utilité des dirigeants sur la maximisation de la valeur de l'entreprise,
- Le levier pour inciter les dirigeants à prendre des décisions douloureuses (licenciement, fermetures...) afin de maximiser la valeur,
- Le maintien d'une rémunération suffisante pour retenir les dirigeants dans les périodes difficiles,
- La réduction des coûts pour l'actionnaire en limitant la rémunération du dirigeant à des niveaux qui permettent la maximisation.

Des études empiriques ont adopté des conceptions de rémunération différentes : certaines ont intégré les deux types de rémunérations liquide et différées, d'autres se sont concentrées sur les rémunérations différées, d'autres encore se sont penchées sur la liquide :

- Le lien entre les rémunérations liquides et la performance de l'entreprise est systématiquement positif. En effet, lorsque les compétences du dirigeant sont inconnues, sa rémunération est plus liée à la performance, et au fur et à mesure qu'il fait ses preuves, le lien s'atténue. Ces études ont démontré également que la sensibilité de la rémunération à la performance diminue avec l'ancienneté.
- La quasi-totalité des recherches conclut à un lien positif entre les rémunérations différées et la performance de l'entreprise, puisqu'elles répondent à un objectif incitatif en premier lieu et aussi à un objectif fiscal en deuxième lieu (les rémunérations différées sont plus intéressantes fiscalement que les rémunérations liquides).
- Ces mêmes études ont démontré que le lien avec la performance des rémunérations différées est beaucoup plus fort que celui des rémunérations liquides.

Il faut quant même souligner, qu'au-delà de l'efficacité réelle ou supposées des rémunérations incitatives, les dangers d'une mauvaise spécification de rémunération sont à prendre en compte par les décideurs.

v. Etude de l'influence de la géographie du capital sur la Performance Financière de l'entreprise.

Faute de données extra états financiers, nous n'avons pas pu tester l'impact de la variable : géographie du capital sur la création de valeur au sein des entreprises marocaines cotées. Variable à prévoir dans des prochaines recherches pour bien délimiter les principaux influents sur la performance de l'entreprise.

G.Charreaux (1991) a détecté trois conceptions principales quant à la liaison entre la performance et la structure de propriété/ géographie du capital :

- La thèse de la convergence des intérêts : selon cette thèse plus le pourcentage détenu par les dirigeants est important, plus l'écart par rapport à l'objectif de maximisation de la valeur est faible ; M.C. Jensen et W.H.Mecking (1976) ;
- La thèse de la neutralité : qui stipule que toutes les structures sont équivalentes, et la concentration de l'actionnariat variant de telle sorte que cela favorise la maximisation de la valeur ; H.Demsetz (1983) ;
- Et la thèse de l'enracinement des dirigeants.

Les nombreuses études empiriques consacrées à cette relation n'ont pas pu , en effet, parvenir à mettre en évidence un lien clair entre la géographie du capital et la performance. Ainsi, certaines concluent que les entreprises contrôlées (capital fortement concentré induisant un contrôle important des actionnaires sur les dirigeants) obtiennent une meilleure performance que les entreprises managériales (entreprises ayant un capital peu concentré et qui laisse une marge de manœuvre pour les dirigeants), d'autres par contre, ne trouvent pas de différence entre les deux, alors qu'un troisième type d'étude montre que les managériales sont plus performantes que les entreprises contrôlées. Donc en définitive, il n'apparaît pas d'unanimité quant à l'influence de la géographie du capital sur la performance de l'entreprise. J.Cubbin et D.Leech (1983) considèrent que l'influence de la géographie du capital ne peut être prise en

considération que si l'on intègre la capacité des actionnaires à agir sur les décisions, principalement via la représentation au conseil d'administration.

Par ailleurs, ces conclusions des différentes études empiriques n'ont jamais été une entrave ou une limite aux autres recherches, au contraire, c'est une piste d'étude à prévoir dans d'autres travaux et surtout dans le contexte des entreprises marocaines.

vi. Etude de l'influence de la composition du conseil d'administration et du marché du contrôle des sociétés sur la PF de l'entreprise.

La composition et la structure du conseil d'administration sont d'une grande importance vue le rôle sensible joué par cet organe dans l'évaluation des projets d'investissement, mais surtout dans le contrôle des dirigeants. D'où la succession des recommandations pour inclure des administrateurs externes dans ce conseil (n'ont pas de fonctions managériales) afin d'améliorer leur indépendance et par conséquent, la qualité du contrôle exercé sur les managers. La séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général est également proposée afin de réduire la discrétion managériale et rendre le contrôle exercé sur la gestion de ce dernier plus étroit (D.R. Dalton et I.F. Kesner, 1987).

Plusieurs études ont, en effet, mis le point sur le lien entre cette variable (composition et structure du conseil d'administration) et la performance des entreprises :

- J.A. Pearce II et S.A. Zahra (1991) ont distingué quatre catégories de conseil d'administration (dominant, contrôleur, formel et participatif) à l'aide de deux variables : le pouvoir des dirigeants (fort ou faible), et le pouvoir du conseil d'administration (fort ou faible). Ils ont constaté à partir de ce classement, que plus le pouvoir du conseil d'administration est fort, plus la performance de l'entreprise est forte.
- G. Charreaux et J.P. Pitou-Belin (1992), et sur la base d'une étude faite sur un échantillon d'entreprises françaises, n'ont pu mettre en évidence aucune liaison significative avec la performance.
- La plupart des autres études empiriques concluent à la en majorité à l'existence d'une influence positive de la présence d'administrateurs externes au sein de ce conseil.

Cette variable a, donc, le mérite d'être testée également dans de prochaines recherches surtout en relation avec la pratique de la gouvernance d'entreprise au sein des entreprises marocaines cotées.

vii. Imprégnation des entreprises marocaines d'un système de gestion par la valeur par l'intégration de la Création de valeur dans le processus stratégique et opérationnel:

La mise en place d'un Système de Gestion par la Valeur au sein des entreprises marocaines est le chemin droit vers la Création de Valeur. Ceci passe par une implication de l'ensemble des opérationnels et stratèges de l'entreprise. Bogliolo Félix (2000) nomme cette démarche d'instauration de ce système qui passe par cinq étapes par l'acronyme MESOP¹²⁸:

- M : c'est-à-dire que la Mission des dirigeants de toute entreprise doit être la gestion par et pour la Valeur, et qu'ils doivent intégrer cette dimension dans leur communication interne et externe ;
- E : que la performance des entreprises doit être évaluée en terme de Création de Valeur, et au niveau de des sous-entités de l'entreprise appelés Rivières de Valeur ;
- S : que la Stratégie de l'entreprise doit être axée sur la Création de Valeur ;
- O : les Opérations des entreprises doit être gérées en décentralisant et en responsabilisant les opérationnels à l'objectif de Création de Valeur, c'est-à-dire remonter aux sources de Valeur et les mieux exploiter dans cet objectif ;
- P : Faire Participer les Hommes à ce processus de Création de Valeur grâce à des rémunérations variables substantielles.

¹²⁸ BOUGLIOLO.F : « LA CREATION DE VALEUR » Edition d'organisation, 2000.

- **Intégrer la Création de valeur dans le processus stratégique:**

La principale règle stratégique d'un système de gestion par la Valeur au sein de l'entreprise est l'amélioration continue de son Profit économique quel que soit son niveau actuel. L'important n'est donc pas tant sa valeur absolue que le sens de sa variation que l'entreprise réalise des bénéfices ou encore des pertes. S'il est positif, il doit s'améliorer de plus en plus, et s'il est négatif il doit devenir de moins en moins négatif. En effet, il est créateur de valeur de passer d'une perte économique à une moindre perte économique que de passer d'un Profit économique à un Profit économique plus important.

Au-delà de l'amélioration du Profit économique par rapport à son niveau actuel, c'est surtout son amélioration au delà de l'amélioration anticipée et déjà imputée dans la valeur de marché de l'entreprise pour que les investisseurs bénéficient d'une rémunération supérieure au Coût du capital. Le cas contraire, les investisseurs seront pénalisés par une destruction de la valeur sous forme d'une rémunération inférieure au coût du capital.

En effet, une action ne sur-performera/ou sous-performera (offrira un rendement supérieur/inférieur au coût du capital) que si les informations nouvelles la concernant amènent les investisseurs à réviser à la hausse ou à la baisse les prévisions de croissance du Profit économique.

De combien faut-il alors améliorer pratiquement ce Profit économique ?

Faisons l'hypothèse de constance à l'infini du dernier Profit économique calculé. La sommation de ce Profit économique (constant à l'infini) actualisé (VAN (PE)) et les derniers Capitaux investis donne une certaine valeur de l'entreprise appelée la Valeur des Opérations Courantes VOC.

La différence positive ou négative entre cette valeur VOC et la Valeur de Marché totale du jour est la valeur de la Croissance Anticipée par le marché, c'est-à-dire la valeur que les investisseurs sont prêts à payer pour la croissance que l'entreprise leur fait miroiter au-delà de la valeur assurée par les réalisations passées de l'entreprise, et qui sera réalisée à l'avenir par cette dernière en plus de ses opérations courantes.

Les objectifs de l'entreprise sont donc fixés par les investisseurs, qui à travers la valeur du marché, expriment les variations imposées au Profit économique. Ils attendent en effet, une rentabilité au moins égale au coût de leur capital investis, et c'est le plan stratégique de l'entreprise (produits, marchés, développement...) laissé à la responsabilité du management qui a toute liberté de moyens pour atteindre cet objectif. Ce corps managérial en effet, a plusieurs pistes d'actions à savoir :

- Baisser le Coût du Capital :

Pour baisser le coût du capital, différents aspects de l'entreprise sont mis en lumière et qui sont considérés comme éléments constitutifs de ce coût à savoir : taille et diversité, opérations, stratégie, gestion des actifs).

En effet, plus grande la taille et la diversité de l'entreprise et plus faible le risque de celle-ci et donc plus bas son coût de capital. Plus grande et plus expérimentée renforce l'immunité de l'entreprise face aux chocs, alors que la diversité internationale réduit la dépendance de celle-ci aux facteurs conjoncturels de son pays, et par conséquence, la volatilité des flux de revenus sera plus réduite.

Diminuer le risque des opérations provenant de la volatilité du REMIC est un autre point d'action pour l'entreprise, car plus bas cette volatilité par rapport à la moyenne du secteur et plus bas sera le coût du capital. Et diminuer ce risque revient pour l'entreprise à abaisser son point mort via la diminution des charges de celle-ci en sous-traitant, ou encore en externalisant. La diminution des charges fixes surtout des ressources humaines est également à prendre en compte en associant les rémunérations à la performance ce qui rend ces charges fixes plutôt variables.

La croissance stratégique de l'entreprise est toujours associée à un rendement élevé et par conséquent à un risque et un coût de capital plus élevé. Ces éléments qui ne sont pas toujours gérables, doivent être sous la loupe de la direction de l'entreprise.

Quant au risque lié à la gestion de l'actif, celui-ci concerne surtout le Besoin en Fonds de Roulement et l'intensité capitalistique de l'entreprise. Ceci revient pratiquement d'une part, à maintenir un niveau stable et peu élevé du BFR, et d'autre part, à rechercher la taille critique qui permet à l'entreprise de bénéficier des économies d'échelles. Egalement, plus les actifs sont anciennes et de durée de vie courte plus le risque est élevé car ont des coûts d'opérations et de remplacement plus élevés.

- Augmenter l'endettement

La volatilité des flux de trésorerie a un second impact que celui du risque et du coût de capital, à savoir un impact sur le niveau de l'endettement. En effet, ce dernier résulte de la capacité d'endettement d'une entreprise, qui est elle-même déterminée par volatilité de ses flux de trésorerie. Le Directeur Financier, qui ne fait que constater ces impacts, peut inciter les Directeurs opérationnels à aller dans le sens de la plus grande stabilité possible de ces flux. Et comme la rémunération des bailleurs de fonds va de pair avec le risque, la rémunération des actions est donc toujours plus importante que celle des créances.

Par ailleurs le système fiscal prévoit la déductibilité fiscale des charges de rémunération de la dette de l'entreprise¹²⁹, ce qui offre aux entreprises une subvention à l'endettement.

Les dettes sont donc doublement moins chères que les actions, et le Coût Moyen du Capital (cmc) de l'entreprise, englobant l'ensemble des sources de financement, sera d'autant plus bas que l'entreprise sera plus endettée.

Donc, en théorie et du strict point de vue du Coût Moyen du Capital, la structure financière optimale est celle de l'endettement maximal. Cependant, il convient pour les décideurs de prendre en compte d'autres considérations: indépendance financière, risque de faillite, etc.

À ce stade, le Directeur Financier a un rôle important à jouer dans la définition d'un taux d'endettement optimal, dans la soumission et l'acceptation de ce taux par les actionnaires, dans la levée des fonds correspondants auprès des créanciers...

- La croissance :

L'investissement rentable dans des activités à rendement supérieur au Coût du Capital, est une autre règle stratégique et revient à renforcer la position concurrentielle de l'entreprise : le recours au marketing ou marque permettant de vendre le même produit plus cher, un processus industriel permettant de baisser les coûts de fabrication, logistique permettant de réduire les stocks ou les délais de livraison ou d'approvisionnement.

En parallèle, il convient de croître les Capitaux Investis dès que le rendement des Capitaux Investis supplémentaires est plus grand que leur coût.

Toute la question est donc de fixer le Coût Moyen du Capital à son juste niveau. Si l'entreprise fixe son Coût du Capital à un niveau élevé, cela implique qu'elle sera plus facilement en perte économique ou tout du moins en moindre Profit Économique sur ces Capitaux Investis déjà existants. Mais cela n'est pas essentiel puisque comme nous l'avons vu un Système de Gestion par la Valeur met surtout l'accent sur la variation du Profit Économique plutôt que sur sa valeur absolue.

- Les investissements stratégiques et rentables :

La règle d'un Système de Gestion par la Valeur est la croissance perpétuelle du PE. C'est pour cela que l'entreprise ne doit opter que pour les investissements rentables, c'est-à-dire d'une rentabilité moyenne et sur la durée de vie des investissements choisis.

¹²⁹ Le taux nominal de ces dettes est donc un taux brut. Le coût réel pour l'entreprise est le taux net, c'est-à-dire diminué de l'économie d'impôt ainsi réalisée.

D'autre terme, l'entreprise gardera tout investissement dont la Valeur Actuelle Nette¹³⁰ des PE projetés à l'infini est positive. Cet investissement est alors créateur de valeur, Cependant, la rentabilité de tels investissements s'étale sur des années et une vision stratégique pluriannuelle admet donc des pertes initiales, parce qu'un investissement n'est pas tout de suite rentable ni en termes comptables et encore moins en termes économiques. Ainsi, la réalité et la rationalité des projections financières dépendent de la responsabilisation des managers sur leur atteinte en particulier grâce au lien fait avec leur rémunération. Egalement, et en parallèle des investissements, il faut savoir désinvestir des activités insuffisamment rentables et dont le Profit Economique est négatif (réduire les Capitaux Investis dont la rentabilité est inférieure au Coût du Capital) et qui n'ont aucune possibilité d'amélioration. Ceci revient en effet, à respecter la règle de la Création de Valeur qui stipule que la Création de Valeur future provient de l'amélioration du Profit Économique par rapport à son niveau actuel.

- La communication financière prospective

La communication financière consiste sur deux aspects essentiels:

- une vision rétrospective représentée par le bilan, et consiste à expliquer les résultats passés. Cet exercice est indispensable car il permet d'expliquer la performance de l'entreprise non plus en termes de résultat comptable mais en termes de Création de Valeur, c'est-à-dire de Profit Économique.
- La communication prospective consiste à forger la conviction des investisseurs sur la chronique de la création de valeur en expliquant :
 - o que les Capitaux Investis actuels vont être correctement et/ ou de mieux en mieux rémunérés,
 - o que le business plan va nécessiter de nouveaux Capitaux Investis,
 - o comment l'entreprise souhaite que ces capitaux supplémentaires vont être lui fournis,
 - o quelle augmentation de REMIC va découler de cette augmentation de Capitaux Investis,
 - o comment ces augmentations de Capitaux Investis et de REMIC vont atteindre un Rendement des Capitaux Investis supérieur à leur coût et donc contribuer à une amélioration du Profit Economique,

Et c'est à travers cette communication avec les investisseurs que se détermine la Valeur de Marché de l'entreprise, fonction de deux paramètres : la chronique anticipée des Profits Économiques futurs, et la crédibilité qui va lui être accordée. Cette crédibilité vient en effet, de la communication financière rétrospective. Les investisseurs vont regarder comment dans le passé les dirigeants ont respecté leurs engagements et à quelle hauteur étaient atteint les objectifs annoncés.

La communication financière consiste également pour le dirigeant à dialoguer, négocier avec les investisseurs pour les aider à établir une nouvelle chronique plus proche du potentiel réel de l'entreprise et ainsi déterminer une valeur plus pertinente.

Les perspectives du dirigeant ne doivent pas être déjà anticipées d'une manière ou d'une autre par les investisseurs, sinon elles seront sans répercussion sur la valeur de l'entreprise.

Tenir compte des messages envoyés par les investisseurs par les Valeurs de Marché, le dirigeant doit intégrer l'opinion des investisseurs-mandants dans ses perspectives et communiquera sur cette base, en interne aussi vis-à-vis du personnel.

En effet, la réalisation de l'amélioration anticipée assurera aux uns et aux autres une juste rémunération : le Coût du Capital pour les uns et le niveau requis par le marché du Travail pour les autres. Le cas contraire, pénalisera dans leurs rémunérations respectives tant le facteur de Capital que le facteur Travail. Dépasser cette amélioration anticipée débouchera sur des rémunérations « supra ordinaires » tant pour toutes les parties prenantes.

¹³⁰ l'actualisation devant se faire au Coût du Capital.

La communication entre l'entreprise et ses investisseurs est donc à double sens : transmission des vues de l'entreprise pour informer les investisseurs afin de déterminer économiquement la Valeur de Marché de l'entreprise, transmission de l'opinion des investisseurs pour orienter la gestion stratégique et opérationnelle de l'entreprise et fixer les rémunérations des dirigeants et du personnel.

- **Intégrer la Création de valeur dans le processus opérationnel :**

En parallèle des grandes orientations stratégiques, l'entreprise doit veiller à une gestion quotidienne de la valeur, c'est-à-dire le processus de contribution à la Création de Valeur qui revient aux opérationnels de l'entreprise (dirigeants, employés) : achats, production, ventes, etc.

La manière opérationnelle d'accroître le Profit Economique, consiste à augmenter le REMIC (Résultat d'Exploitation Minoré de l'Impôt Corrigé) à Capitaux Investis constants, c'est-à-dire augmenter les produits et diminuer les charges d'exploitation tout en gardant le même niveau des Capitaux Investis existant déjà, sans investissement (acquisitions de nouvelles machines, formation...) ou désinvestissement supplémentaire (licenciement ...). Il s'agit notamment de garder les coûts à un niveau stable si on les abaisse pas et à Capitaux Investis constants, mais Profit Economique en forte hausse en raison d'une augmentation sensible du Chiffre d'Affaires. Pour ce faire, cela ne nécessite pas automatiquement un changement de métier mais plutôt d'avoir une vision différente du métier exercé.

Intégrer le Système de Gestion par la valeur dans le processus opérationnel de l'entreprise revient également à instaurer une bonne gestion du bilan, et à remonter aux sources de la valeur pour les impliquer dans ce processus de Création de Valeur.

- Gestion du bilan :

La vision traditionnelle des décideurs en matière d'amélioration de la performance de l'entreprise est presque toujours axée sur le compte de résultat en augmentant les ventes et en diminuant les coûts. Or, la gestion du bilan et l'amélioration de la productivité bilan-tielle (c'est-à-dire la diminution de l'intensité capitalistique) via une meilleure utilisation des immobilisations, et la diminution du BFR est une nouvelle vision souvent oubliée par les managers.

En effet, l'importance accordée dans un Système de Gestion par la Valeur au Rendement des Capitaux Investis met l'accent aussi bien sur la marge sur chiffre d'affaires (Productivité Opérationnelle) que sur la rotation du Capital (Productivité Bilan-tielle).

Cette stratégie novatrice d'amélioration de l'intensité capitalistique, c'est-à-dire qu'à Capitaux Investis constants et sans investissements supplémentaires, l'entreprise augmenterait les ventes dans le cadre d'une stratégie de croissance ou bien, à CA constant, avoir moins de Capitaux Investis engagés par une meilleure gestion du processus opérationnel, notamment au niveau du BFR. Ce dernier consomme des Capitaux qui sont considérés comme un investissement non productif, contrairement aux immobilisations qui sont à priori productives. C'est pour cela que l'entreprise et pour améliorer l'intensité capitalistique, a intérêt à agir sur son BFR via :

- La diminution des stocks,
- La bonne gestion des relations avec les fournisseurs,
- L'amélioration logistique,
- La diminution des créances clients en améliorant le recouvrement,

En effet, cette vision nous enseigne que la Création de Valeur passe au moins partiellement par l'amélioration du Rendement des Capitaux Investis, par la gestion du bilan et le faire croître par des investissements rentables, chose qui ne peut être atteinte qu'en assurant une croissance continue.

- Remonter aux sources de valeur

Remonter aux sources de la Création de Valeur et analyser comment exploiter au mieux ces Sources de Valeur permet aux opérationnels concernés de s'approprier le concept d'un Système de Gestion par la Valeur. Une telle démarche permet d'analyser les retombés de chaque décision opérationnelle, ainsi que ses conséquences multiples et leurs interdépendances, et de calculer la Création de Valeur générée.

Cette démarche permet également de traduire en termes d'indicateurs opérationnels les concepts de la Création de Valeur aux opérationnels qui n'ont pas de pouvoir sur le Profit Économique global d'une Rivière de Valeur¹³¹ dans son ensemble, mais uniquement sur des éléments parcellaires (on les appelle les Sources de Valeur) qui contribuent partiellement à la génération dudit Profit Économique, et sont déterminées non seulement en termes monétaires mais aussi le plus souvent en termes physiques :

- La croissance des ventes est étudiée en termes de : produits, prix, qualité, R & D, marketing mix...

- La Productivité Opérationnelle est analysée en termes de marge, process industriel, publicité, logistique, externalisation, maintenance,...

- La gestion des actifs, est décomposée en termes de capacité productive, de niveau des stocks, de mode de pour les clients ou les fournisseurs...

Pour ce faire, nous décomposons dans un premier temps le Profit Économique de la Rivière de Valeur dans ses constituants principaux et de nature essentiellement financière :

$$PE = REMIC - k_t * CI$$

Dans un deuxième temps, chacun de ces constituants est lui-même décomposé en éléments plus fins :

- REMTC = Produits — Charges — Impôt Corrigé
- CI = Immobilisations + BFR

Ensuite, chacun de ces termes est encore décomposé de manière plus précise, par exemple :

- Produits = Produit A + Produit B
- Charges = Production + Commercialisation
- Immobilisations = Constructions + Matériels et Outillages..
- BFR = Stocks + Créances clients – Dettes fournisseurs

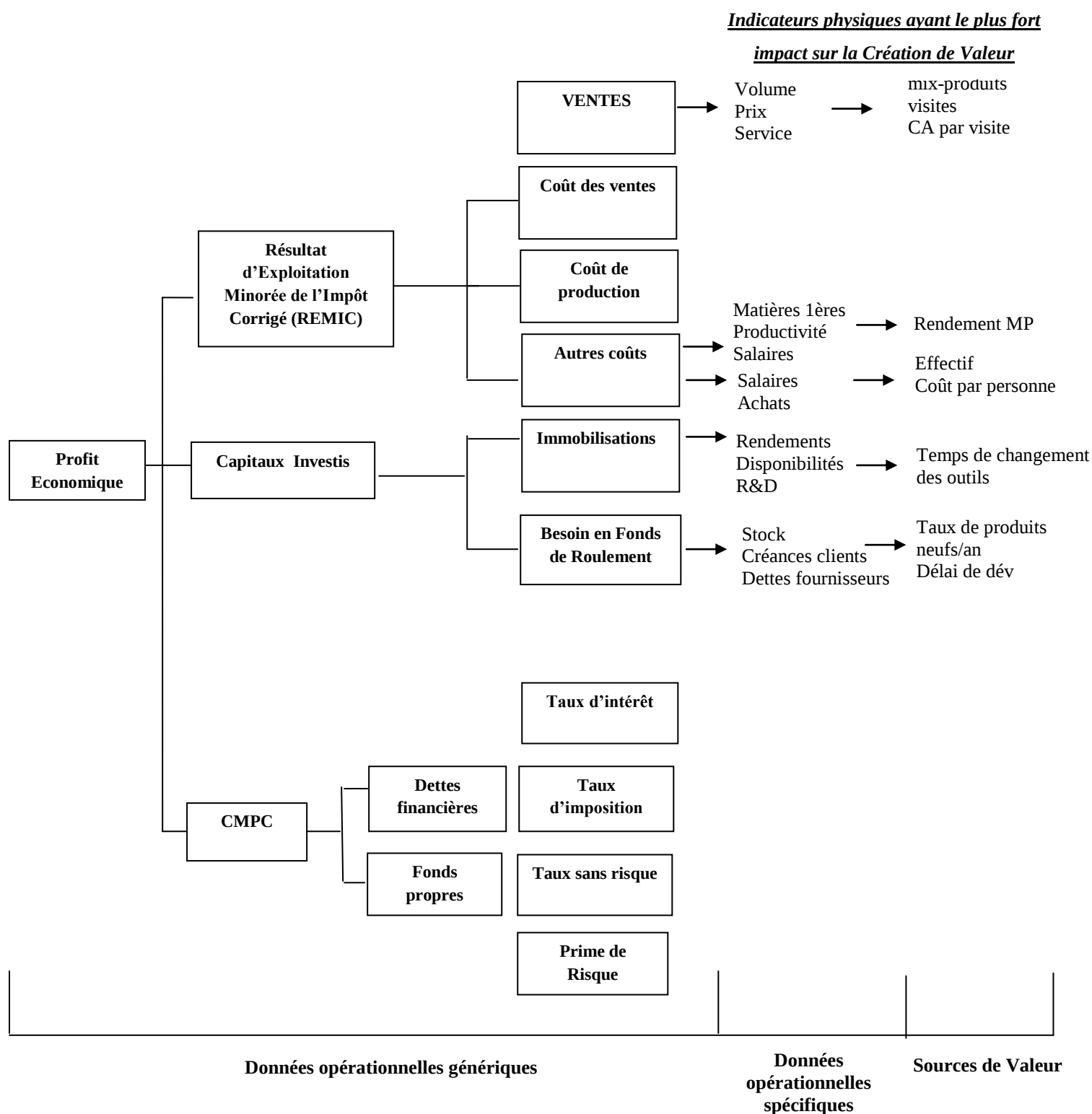
Et ainsi de suite ...

C'est évident que les premiers éléments de décomposition sont presque les mêmes pour toute entreprise, et diffèrent totalement au dernier niveau évoqué ci-dessus compte tenu du secteur de l'entreprise, de son pays, de sa taille, de son organisation fonctionnelle et surtout de l'organigramme de son personnel, etc. et nous trouverons dans ce dernier niveau des indicateurs physiques sur lesquels l'entreprise peut avoir des avantages concurrentiels, tels que nombre de pièces par heure, temps d'arrêt des machines, nombre de visites en clientèle d'un commercial, les remises, etc.

Nous trouverons ci-après un exemple de décomposition possible :

¹³¹ *Rivières de valeur, Sources de valeur, Hydrographie de Valeur : sont des concepts tirés de l'ouvrage de BOUGLIOLO.F : « LA CREATION DE VALEUR » Edition d'organisation, 2000.*

Schéma 2 : Hydrographie de la Valeur



Source : Ouvrage de BOGLIOLO. F : « La Création de Valeur » Edition d'Organisation, 2000, page 215.

L'objectif de l'Hydrographie de la Valeur est de répondre à la question : comment se crée la Valeur ? Et pour répondre à cette question la décomposition de la Création de Valeur interne, c'est-à-dire le Profit Economique, en données physiques à partir des données comptables rend le langage financier plus parlant pour les opérationnels. Ceci leur permet d'améliorer leurs résultats à travers des plans d'actions concrets.

Ainsi, cette démarche débouche sur deux règles importantes à savoir : l'approfondissement du système de gestion, et la quantification de la Création de Valeur par des indicateurs physiques. Ceci permet de renforcer les liens d'interrelations entre les comptes du bilan (CI = Immobilisations+ BFR) et les comptes de résultat (Produits, charges), et par conséquence, renforcera la communication entre les opérationnels, et qui n'avaient pas l'habitude de parler car chacun d'entre eux est responsable d'une source de valeur à part.

Ce faisant, le Système de Gestion par la Valeur permet d'opérationnaliser ce terme de Création de valeur en donnant aux opérationnels des outils concrets leur servant dans leurs actions quotidiennes et opérationnelles : le service, la qualité, le nombre de jours du CA en stocks ou en créances clients ou dettes fournisseurs, le nombre de points de ventes...ces éléments sont en fin de compte les constituants du REMIC et des Capitaux Investis.

- Valoriser le Capital Humain et le faire participer à la Création de Valeur.

Un Système de Gestion par la Valeur ne peut atteindre son objectif ultime de Création de Valeur sans consacrer une grande importance et valorisation au Capital Humain. Ce système, en effet, doit répondre à deux grandes aspirations de tout être humain face à son travail à savoir : l'intérêt du travail et sa rémunération.

Ainsi, toute entreprise doit satisfaire à certaines attentes de ses salariés pour réussir cette démarche de Création de Valeur, à savoir :

- L'implication des salariés à la gestion via la décentralisation et la responsabilisation puisqu'ils sont les décideurs et acteurs à leur échelon.
- La participation aux résultats en liant la rémunération des dirigeants et employés à la performance économique mesurée en termes de Création de Valeur.

CONCLUSION GENERALE

L'approche partenariale s'avère théoriquement une approche de gestion et de bonne gouvernance et reçoit un accueil favorable, notamment des dirigeants et des salariés. Cependant, l'opérationnalisme de cette valeur partenariale est le grand obstacle devant l'applicabilité de cette approche par les entreprises alors que la valeur actionnariale gagne de place grâce aux nombreuses mesures et modèles.

Par ailleurs, l'objectif de notre étude était de traiter les deux approches de Création de Valeur et de trouver des réponses aux obstacles techniques rencontrés, afin d'encourager l'idée selon laquelle que ces deux approches sont plutôt complémentaires et convergent vers le bien être de l'ensemble des partenaires de l'entreprise en général, et marocaine en particulier.

Donc notre recherche a essayé de modéliser les deux approches actionnariale et partenariale chez 47 entreprises marocaines cotées en Bourse sur la période 2005-2009, tout en testant les variables influentes sur cette Création de Valeur, notamment la décision de financement et la politique de dividende ainsi que le conflits d'intérêts entre les différents partenaires, afin de trouver d'élaborer et d'améliorer un outil d'aide à la décision financière au sein des entreprises marocaines.

Les principaux apports de la démarche proposée étaient :

Premièrement, en modélisant la valeur actionnariale, la décision de financement et de distribution de dividende, et sous l'hypothèse d'efficience du marché boursier Casablancais, s'est avérée influente sur la Valeur de Marché créée par les entreprises marocaines composant notre échantillon. Tant dis que les conflits d'intérêts n'avaient pas un grand impact sur cette Valeur de Marché. Une telle vérification permet notamment d'attirer l'attention des entreprises testées à l'importance significative de la rationalisation de la décision prise en matière de financement et de distribution de dividendes. Cette décision financière peut en effet, avoir un effet significatif sur la Valeur de Marché ajoutée de l'entreprise concernée.

En matière des interrelations avec les partenaires, et malgré l'absence d'influence de la valeur répartie aux partenaires stratégiques de l'entreprise sur cette valeur actionnariale, la flexibilité des actionnaires est cependant moins grande vis-à-vis des partenaires, tant en raison-même de la nature des contrats que de l'efficience inférieure des marchés autres que le marché financier. Le développement actuel de la gouvernance actionnariale tend à faire assumer la fonction d'apporteur de flexibilité par d'autres partenaires que les actionnaires...

Deuxièmement, l'imbrication entre création et appropriation de la valeur partenariale sous forme de modèles représentant les principaux partenaires de la firme marocaine (Etat, créanciers financiers, salariés, actionnaires) a mis en évidence les rapports de force entre ces parties prenantes en matière de création et répartition de la rente créée, ce qui mène à s'interroger sur l'origine du pouvoir de négociation de la firme vis-à-vis de ses différents partenaires. Cependant, l'impact de la décision financière notamment celle de financement et de distribution de dividendes aux actionnaires semble osciller entre significatif, peu significatif voire même absent dans la plupart des relations étudiés. Chose qui laisse supposer qu'il y'a bien d'autres variables plus intéressantes aux vus des partenaires en matière de création et de partage de la Valeur partenariale que la décision financière. L'apport principal, cependant, semble cependant constitué par la modélisation et l'opérationnalisation de l'analyse de la création et de la répartition de la valeur partenariale.

Notre étude avait cependant, deux limites. En particulier, l'hypothèse de l'efficience du marché boursier de Casablanca pour pouvoir tester la relation économétrique entre la MVA et les variables explicatives dans le modèle actionnarial. L'hypothèse qui a permis d'évaluer la valeur partenariale appropriée par les différents partenaires est également à critiquer. Il était possible d'envisager d'autres modalités pour évaluer les prix et coûts d'opportunité, mais il semblerait que les données extra-comptables ont fait défaut.

L'objectif, avant tout, était de poser les principes d'une démarche, les modalités d'évaluation des différentes valeurs partenariales.

Les prolongements potentiels de la démarche proposée sont nombreux.

Une première possibilité serait d'évaluer la Valeur actionnariale par le modèle des rendements boursiers, aussi en calculant le coût des fonds propres une fois le bêta du risque déterminé ou estimé...

Une deuxième serait de s'interroger sur l'extension de la démarche à une évaluation de la valeur partenariale dans un secteur où nous pouvons facilement extraire et identifier les coûts et les ventes d'opportunité. L'intérêt d'une telle démarche est de s'interroger, en particulier, sur l'origine du pouvoir de négociation de la firme par rapport à ses partenaires en fonction de la structure du secteur et des avantages concurrentiels des firmes concurrentes. Cette vision de la valeur partenariale introduit plutôt la notion de « valeur stratégique » (Teller, 1999) ou de « valeur substantielle » (Hoarau et Teller, 2001), plus intéressante pour l'entreprise.

Un troisième axe consisterait à perfectionner la démarche partenariale en définissant plus finement les catégories d'apporteurs de ressources, par exemple en distinguant les dirigeants des salariés au sein du capital humain, en intégrant les fournisseurs et clients... et des parties prenantes non directement impliquées dans le processus productif.

Enfin, l'introduction de d'autres variables comme la géographie du capital, la composition du conseil d'administration, de l'actionnariat dirigeants et salariés,... est un autre champ de recherche afin de pouvoir converger vers un outil de Gestion par et pour la Valeur actionnariale et partenariale au sein des entreprises marocaines grandes cotées et non cotées, et pourquoi pas PME/PMI.

La meilleure voie pour améliorer la Création de Valeur interne et externe (managériale et financière), varie en fonction des décisions financières prises, des interactions entre les différentes parties prenantes de l'entreprise, du métier, de la concurrence, du pays, de la stratégie. Autant de points sur lesquels la Direction Financière, les stratèges et les opérationnels peuvent collaborer pour évoluer vers un outil d'aide à la décision et vers le Système de Gestion par et pour la Valeur.

BIBLIOGRAPHIE

- Albouy, M. (1991), *Financement et coût du capital des entreprises*. Eyrolles, Paris.
- Albouy, M. et Dumontier, P (1992), *La Politique de dividende des entreprises*. Presses universitaires de France, Paris.
- Albouy, M. (2006), « Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », *Revue française de gestion* n° 160, page 332.
- Aktouf, O. (1987), *Méthodologie des sciences sociales et approche qualitative des organisations : Une introduction à la démarche classique et une critique*. Les Presses de l'Université du Québec, Montréal.
- Angade, Kh. (2005), Financial structure and financial decision making in Small and Medium-Sized enterprises in Morocco, Thesis for the degree of Doctor of Philosophy in the faculty of Social Sciences and Law of the University of Manchester.
- Achay, L. (2007), Choix de financement des entreprises au Maroc, Les cahiers du plan, N°11 janvier-février.
- Barreau, J. et Delahaye, J. (2001), *DECF manuel & applications : Gestion financière*. 10^{ème} édition DUNOD, Paris.
- Berman, K. Knight, J. (2006), *Comprendre la finance*. Nouveaux horizons groupe EYROLLES.
- Belguelsa, B. (2004), *Economie d'entreprise*. 1^{ère} édition.
- Bendriouch, A. (2003), *La statistique appliquée dans la gestion et l'économie*. 2^{ème} édition COGEFOS.
- Bennet Stewart, G. (1991), *The Question for Value*. Harper Business, New York.
- Bernard, P. (1969), *Les Dividendes du progrès*. Editions Paris.
- Bertrand, J. (2006), *La gestion des dividendes : optimiser la distribution dans le temps et dans l'espace, créer un holding pour diminuer la charge fiscale, transférer le contrôle d'une société grâce aux dividendes*. Edition-Formation-Entreprise, Paris.
- Bancel, F. (1997), *La Gouvernance des Entreprises*. Economica, Paris.
- Bogliolo, F. (2000). *La Création de Valeur*. Edition d'Organisation, Paris.
- Bouchaud, J-Ph. (1997), *Théorie des risques financiers : portefeuilles, options et risques majeurs*, Commissariat à l'énergie atomique, Paris.
- Bakir, Kh. L'efficacité des marchés financiers des pays émergents : l'exemple de la bourse de Casablanca, Laboratoire d'économie d'Orléans [Article en ligne], accès 2010.
- Bellalah, M. Réflexions sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d'information, [article en ligne], accès en 2009.
- Bellalah, M. (2003), *Finance moderne d'entreprise*. 2^{ème} édition Economica.
- Belkadi, H. (2003), Le gouvernement d'entreprise au Maroc, Mémoire du Diplôme d'Etudes Supérieures Spécialisées en Ingénierie Financière, Institut d'administration des Entreprises de Bretagne Occidentale.
- Cabane, P. (2004), *L'essentiel de la finance à l'usage des managers*. Organisation, Paris.
- Caby, J. et Hirigoyen, G. (2005), *Création de valeur et gouvernance de l'entreprise*. 3^{ème} édition ECONOMICA.
- Caby, J. et Hirigoyen, G. (2002), *La gestion des entreprises familiales*. Edition ECONOMICA.
- Caby, J. et Hirigoyen, G. (2001), *La création de valeur de l'entreprise*. 2^{ème} Edition ECONOMICA, Paris.
- Charreaux, G. et Wirtz, P. (2006), *Gouvernance des entreprises : nouvelles perspectives*. Edition Economica.
- Charreaux, G. Le point sur ... La mesure de performance des entreprises, [article en ligne], accès en 2008.

- Charreaux, G. et Desbrieres, P. (1998), *Gouvernement des entreprises et création de valeur*, Finance Contrôle Stratégie – Volume 1, N° 2, juin, p. 57 – 88.
- Chen, A.H. et Kim, E.H. (1979), *Theories of corporate debt policy: a synthesis*, The journal of finance Vol 34, Mai.
- Denglos, G. (2003), *La création de valeur : Modèles, Mesures, Diagnostic*. Edition DUNOD, Paris.
- Denglos, G. (2010), *Création de valeur, risque de marché et gouvernance des entreprises*. Edition Economica.
- Hurlin, CH. L'Econométrie des Données de Panel, Modèles Linéaires Simples, Ecole Doctorale Edocif Séminaire Méthodologique [article en ligne], accès en 2011.
- Ibn abdeljalil, N. (2007), *Evaluation & financement des investissements de l'entreprise Manuel & Etude de cas*. 2^{ème} Edition Edit consulting.
- Jamal, Y. (2003), *Précis d'analyse financière de l'entreprise*.
- Kasraoui, M. (2003), *Gestion fiscale de l'entreprise marocaine, conseils et cas pratiques*. Editions cabinet KESRAOUI.
- Legros, G. (2010), *Mini manuel de Finance d'entreprise*. Edition Dunod, Paris.
- Liquet, J-C. (2005), *La création de valeur en gestion*. Edition TEC &DOC, LAVOISIER.
- Modigliani, F. et Miller, M. (1973), *Coût du capital, gestion financière et théorie de l'investissement*. Finances modernes : théories et pratiques, Dunod.
- Modigliani, F. et Miller, M. (1963), *Corporate income taxes and the costs of capital : a correction*. American Economic Review, vol 53, n°3.
- Mckinsey & company. Copeland, T. Koller, T. et Murrin, J. (2002), *La stratégie de la valeur : l'évaluation d'entreprise en pratique*. Editions d'Organisation.
- Morissette, D. et O'shaughnessy, W. (1990), *Décisions financières à long terme : investissement, financement, politique de dividende*. Edition S.M.G.
- Mansouri, B. (1997a), *Indicateurs Simples et Indicateurs Agrégés du Développement Boursier : Cas du Maroc*, Annales Marocaines d'Economie, n° 20, Summer.
- Mansouri, B. et Rigat, SM. (2003), *Determinants of financial practices among moroccan industrial firms*, 10th ERF Conference Marrakesh, Morocco, 16-18 December.
- Miloud, T. *Les introductions en bourse, la structure de propriété et la création de valeur : Étude comparative entre l'Euro.NM et le NASDAQ*, thèse de doctorat à l'université catholique de Louvain, Faculté des Sciences Économiques, Sociales et Politiques, Institut d'Administration et de Gestion [article en ligne], accès en 2010.
- Marra, Y. (2010), *Les déterminants de la rentabilité des banques marocaines : analyse en données de panel 1993-2008*. Master Finance appliquée de l'université Cadi Ayyad de Marrakech.
- Navatte, P. (1998), *Finance d'entreprise et théorie des options*. Ed Economica, Paris.
- Ouerfelli, A. (2001), *La distribution des dividendes fictifs ou du mauvais usage des écritures comptables*, Revue de jurisprudence et de la législation, N. 1 - p. 17-46.
- Peyrard, J. & M. (2001), *Dictionnaire de FINANCE*. 2^{ème} édition Vuibert.
- Poulain-Rehm, TH. (2005), *L'impact de l'affectation du free cash Flow sur la création de valeur actionnariale : le cas de la politique d'endettement et de dividendes des entreprises françaises cotées*, Finance Contrôle Stratégie – Volume 8, n° 4, décembre, p. 205 – 238.
- Pariente, S. (2000), *Rendement boursier, création de valeur et données comptables : une étude sur le marché français*, Finance Contrôle Stratégie – Volume 3, N° 3, septembre, p. 125 – 153.
- Pavlov, A. Lasserre, P. Christoffersen, P. et Boyer, M. (2003), *Création de valeur, gestion de risque et options réelles*, Rapport BOURGOGNE, Mars.
- Rigat, M. (2002), *Précis de fiscalité marocaine des entreprises*. Edition Maârif, Marrakech.
- Rigat, S.M. (2003), *Contribution à L'Etude des Pratique de financement des entreprises marocaines*, Thèse de Doctorat en sciences de gestion, FSJES, Marrakech, Morocco.

- Rigar, S.M. (2002), Analyse du risque de défaillance des entreprises à travers leurs pratiques de financement, *Al-Montada Review* N°3, June.
- Rigar, S.M. & Elabjani, A. (2001), Risque et décision de financement dans le cadre d'une gestion fiscale de l'entreprise, *Revue Marocaine d'Economie et de Droit Comparé*, N° 36, FSJES, Université Cadi Ayyad, Marrakech.
- Rigar, M. (2004), Le nouveau paysage financier au Maroc et son impact sur les conditions de financement des entreprises, *Repères et Perspectives*, N° 5.
- Serlouten, P. (1994), *Fiscalité du financement des entreprises*. Economica, Paris.
- Stewart, S. (1998), *EVA: The Real Key to Creating Wealth*. Ed Al Ehrbar.
- Salmi, J. (1985), Les dividendes de la violence : essai sur les droits de l'homme dans la société libérale, Editions maghrébines, Casablanca.
- Stafford, J. et Bodson, P. (2006), *L'analyse multi-variée avec SPSS*. Presses de l'université de Québec.
- Stiriba, L. (2007), Les métiers de conseil et la création de valeur, Mémoire de DESS en Finance d'entreprise, Ecole nationale de commerce et gestion, Agadir.
- Vernimmen, P. (2010), *Finance d'entreprise*. 8^{ème} édition DALLOZ.
- Voutsis, C. (1965), La Distribution de dividendes fictifs : conséquences pénales et civiles, *Libr. générale de droit et de jurisprudence*, Paris.
- Wouters, J. (2003), *Les dividendes, la fiscalité et les comportements opportunistes*. Bruxelles : F. Larcier.
- Walter, Ch. et Brian, E. (2008), *Critique de la valeur fondamentale*. Edition Springer-Verlag France.
- Drukker, D. M. (2003), Testing for serial correlation in linear panel-data models, *Stata Journal* 2, pages 168-177.
- Wooldridge, J. M. (2002), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, Cambridge, MIT Press.
- Yahchouchi, G. (2006), Valeur ajoutée par les parties prenantes et création de valeur de l'entreprise, *the certified accountant magazine- 1st quarter- issue 25* pages 63-66.
- La S.A. Société anonyme & Tribunaux de commerce, Editions LEGISPLUS.
- Le Code Général des Impôts (2009), 3^{ème} édition.
- L'Atlas du management (2010-2011), *L'encyclopédie du management en 100 dossier-clé*, Editions d'organisation Eyrolles.
- Le guide de la bourse (2007), Supplément à la vie économique du 26 janvier.
- L'HEBDO marocain des décideurs (2010), Spécial bourse : Valeurs, recommandations et astuces, *Challenge* n°303 du 29 Octobre au 4 Novembre
- Ecoplus (2010), n° 47 du 22 au 28 Octobre.
- Revue mensuelle de la conjoncture économique, monétaire et financière de Bank ALMAGHREB, Mai (2010).
- Rapport final de la confédération générale des entreprises du Maroc, La gouvernance d'entreprises au Maroc, [consulté en ligne le 09-08-2011].
- <http://www.netpme.fr/fiscalite-entreprise/380-compte-courant-associe-moyen-financement-interessant.html>.
- Le code général des impôts (2009), [en ligne], <http://portail.tax.gov.ma/jctportal/wps/portal/>.
- La fiscalité de la BVC [en ligne], <http://www.casablanca-bourse.com/en/right/contenu/contenu/invest/fiscali.html>.
- www.imist.ma
- www.dart-europe.eu