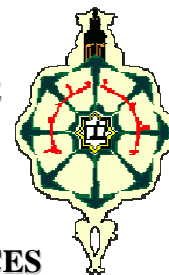


REPUBLIQUE ALGÉRIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE  
MINISTÈRE DE L'ENSEIGNEMENT SUPÉRIEUR ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE  
UNIVERSITÉ ABOU BAKR BELKAÏD  
TLEMCEM



**FACULTÉ DES SCIENCES ÉCONOMIQUES, COMMERCIALES ET DES SCIENCES  
DE GESTION**

Thèse en vue de l'obtention du Doctorat

**OPTION : ECONOMIE MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE**

# **Les déterminants de la valeur actionnariale : Cas des entreprises maghrebines cotées en bourse**

Présentée par :

**Dounia KERZABI**

Sous la direction du: **Pr.Mohamed BENBOUZIANE, Université de Tlemcen**

## **Devant le jury :**

- Pr. BENBAYER Habib	Professeur	Université d'Oran	Président
- Pr. BENBOUZIANE Mohamed	Professeur	Université de Tlemcen	Encadreur
- Pr BOUTELDJA Abdenasser	Professeur	Université de Tlemcen	Examineur
- Dr. BENSALIM Mohamed	Maitre de conférence	Université de Sidi Belabes	Examineur
- Dr. DJENNAS Mustapha	Maitre de conférence	Université de Tlemcen	Examineur
- Dr. SOUAR Youcef	Maitre de conférence	Université de Saïda	Examineur

**Année universitaire : 2014 - 2015**

## Les déterminants de la valeur actionnariale : Cas des entreprises maghrébines cotées en bourse

### Résumé :

Sous la pression des marchés financiers ainsi que des actionnaires, La création de la valeur est devenue un objectif majeur que les managers doivent atteindre. De ce fait, nous avons jugé utile d'étudier cette nouvelle situation produite par la mondialisation. L'objectif de cette thèse consiste à étudier empiriquement les déterminants de la création de la valeur pour l'actionnaire. Notre champ d'investigation a porté sur les entreprises maghrébines cotées en bourse.

Fondamentalement, nous testons l'hypothèse de la politique de dividendes, l'hypothèse de la rentabilité, l'hypothèse de la politique financière ainsi que la taille des entreprises sur la valeur créée. Les résultats de la méthode de sélection des variables « Stepwise » montrent que la politique de dividende est plus importante, pour la création de la valeur actionnariale, que la rentabilité et la taille des entreprises marocaines et tunisiennes. Par contre, cette politique a un effet négatif sur la valeur des entreprises algériennes. Les résultats montrent également que la variable de la dette affecte positivement la valeur actionnariale dans les entreprises algérienne, mais elle n'a aucun effet positif sur la valeur actionnariale dans les deux autres pays.

**Mots clés :** Valeur actionnariale - Politique de dividende - Politique financière - Politique de rentabilité - Taille des entreprises - Entreprises cotées.

### محددات قيمة المساهمين : حالة الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية لبلدان المغرب العربي

#### الملخص:

تحت ضغط الأسواق المالية و ضغط المساهمين أصبح خلق القيمة هدفا رئيسيا وجب على المدراء تحقيقه. لهذا الصدد وجدنا من المفيد دراسة الوضع الجديد الناتج عن العولمة. الهدف من هذه الأطروحة هو دراسة محددات خلق القيمة للمساهمين لعينة من الشركات المغربية المدرجة في البورصة. من أجل ذلك قمنا باختبار آثار فرضية سياسة توزيع الأرباح، فرضية الربحية، فرضية السياسة المالية و كذا حجم الشركة، على خلق القيمة. و للقيام بهذه الدراسة، قمنا باختبار طريقة « Stepwise ». تشير نتائج الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح هي أكثر أهمية من الربحية وحجم الشركة في خلق القيمة للمساهمين و ذلك في المؤسسات المغربية و التونسية، أما بالنسبة للمؤسسات الجزائرية، فهذه السياسة تؤثر سلبا على قيمة المساهمين. تظهر النتائج أيضا أن للسياسة المالية تأثير إيجابي على قيمة المساهمين في المؤسسات الجزائرية و لكن ليس لها أي تأثير إيجابي على خلق القيمة في المغرب و تونس.

**الكلمات المفتاحية:** قيمة المساهمين - سياسة توزيع الأرباح - السياسة المالية - الربحية - حجم الشركة - الشركات المدرجة.

### The determinants of shareholder value : A case of North African listed companies

#### Abstract:

Under pressure from financial markets and shareholders, creating value has become a major goal that managers must achieve. Therefore, we found it useful to study the new situation produced by globalization. The objective of this thesis is to study empirically the determinants of shareholder value creation. Our field of investigation has focused on the North African listed companies.

Fundamentally, we test the hypothesis of dividend policy, the profitability, the financial policy and firm size on the value created. The results of the method of selection of variables "Stepwise" show that dividend policy is more important, to the creation of shareholder value, than profitability and firm size in Morocco and Tunisia. But, this policy has a negative effect on shareholder value in Algeria. The results also show that the variable of debt affects positively the value in Algerian firms, but it has no positive effect on shareholder value in Morocco and Tunisia.

**Keywords:** Shareholder value - Dividend Policy - Financial Policy - profitability - Company Size - Listed companies.

A mes chers parents, à mon cher mari,  
à ma chère sœur et son mari,  
à ma chère belle-famille et à tous ceux que j'aime

Je tiens à remercier en premier lieu Monsieur le Professeur Mohamed BENBOUZIANE, de l'université de Tlemcen, pour la confiance qu'il m'a accordée en acceptant la direction de cette thèse et surtout pour ses conseils judicieux, ses encouragements et son suivi.

Mes remerciements s'adressent également à Monsieur Youcef SOUAR, Maître de conférences à l'université de Saïda, pour son aide en économétrie dont sa gentillesse et ses remarques m'ont permis d'en avoir un bon savoir. Je remercie également tous les enseignants qui m'ont aidé de près ou de loin.

Je remercie également les membres du jury qui m'ont fait l'honneur pour évaluer mon travail de recherche.

Enfin, je remercie du plus profond de mon cœur ma famille pour l'encouragement et l'amour qu'ils m'ont témoignés durant toutes ces années.

# Sommaire

Introduction générale .....	1
Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale .....	8
Section 1 : les fondements de la valeur .....	10
Section 2 : Les méthodes actuarielle d'évaluation .....	26
Section 3 : Les fondements théoriques de la création de la valeur .....	39
Chapitre II: Les déterminants de la valeur actionnariale .....	56
Section 1 : La politique financière .....	58
Section 2 : Politique de dividende .....	72
Section 3 : La rentabilité des entreprises .....	85
Chapitre III : Revue de la littérature .....	101
Section 1 : La politique financière .....	103
Section 2 : La politique de dividende .....	106
Section 3 : La rentabilité des entreprises .....	118
Section 4 : Les autres travaux empiriques .....	123
Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb .....	149
Section 1 : Echantillonnage et méthodologie de l'étude .....	151
Section 2 : Résultats et discussions .....	167
Conclusion générale .....	200
Bibliographie .....	205
Annexes .....	220

# Liste des tableaux

## Liste des tableaux

<b>N° tableau</b>	<b>Titre du tableau</b>	<b>Page</b>
4 - 1	Mesure et codage des variables	156
4 - 2	Maroc : Statistiques descriptives	156
4 - 3	Tunisie : Statistiques descriptives	156
4 - 4	Algérie : Statistiques descriptives	157
4 - 5	Maroc : Corrélation des variables	157
4 - 6	Tunisie : Corrélation des variables	158
4 - 7	Algérie : Corrélation des variables	158
4 - 8	Résultat de la MCO (Maroc)	171
4 - 9	Résultat de la régression stepwise (Maroc)	174
4 - 10	Résultat de la MCO (Tunisie)	179
4 - 11	Résultat de la régression stepwise (Tunisie)	181
4 - 12	Résultat de la régression stepwise (Algérie)	194

# Liste des figures

## Liste des figures

<b>N° figure</b>	<b>Titre de la figure</b>	<b>Page</b>
2 – 1	Modèle d'évaluation de Marakon Associates	96
4 – 2	Procédure séquentielle de tests	161
4 – 3	Evolution de la rentabilité des entreprises	191
4 – 4	Evolution de l'endettement des entreprises (Millions DA)	192
4 – 5	Capitalisation boursière des entreprises cotées (Millions DA)	192
4 – 6	Rendement des dividendes	193



# Liste des graphiques

## Liste des graphiques

<b>N° graphique</b>	<b>Titre du graphique</b>	<b>Page</b>
4 – 1	Evolution du chiffre d'affaires de SAIDAL (Milliard DA)	186
4 – 2	Evolution du chiffre d'affaires d'Alliance Assurances (Milliard DA)	188
4 – 3	Evolution du chiffre d'affaires de la chaine El-Aurassi	189
4 – 4	Evolution du chiffre d'affaires de NCA-Rouiba	190

# Liste des annexes

## Liste des annexes

<b>N° annexe</b>	<b>Titre de l'annexe</b>	<b>Page</b>
A – 1	Le modèle de Lintner	220
A – 2	Le Q de Tobin	221
A – 3	Le modèle de Fama et French	222
A – 4	Résultat de la régression stepwise (Maroc)	223
A – 5	Résultat de la régression stepwise (Tunisie)	224
A – 6	Résultat de la régression stepwise (Algérie)	225
A – 7	Résultat du test Breusch Godfrey (Maroc)	226
A – 8	Résultat du test Breusch Godfrey (Tunisie)	227
A – 9	Résultat du test Breusch Godfrey (Algérie)	228
A – 10	Résultat du test Glejser (Maroc)	229
A – 11	Résultat du test Glejser (Tunisie)	230
A – 12	Résultat du test Glejser (Algérie)	231

# Liste des abréviations

## Liste des abréviations

BEJ: Beijing Capital Land  
BPA: Bénéfice par action  
CAAR : Rendement des actions  
CB : Capitalisation Boursière  
CFO : Cash-Flow From Operation  
CLTA : Current Liabilities to Total Asset  
COSOB : Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse  
Debts : Politique financière  
DER : Debt of Equity Ratio  
DPS : Dividende par action  
EPS : Bénéfice par action  
EVA : Economic Value Added  
LOTA : Long-term debts To capital Asset ratio  
MCGR : Méthode des Moindres Carrés Généralisés  
MCO : Méthode des Moindres Carrés Ordinaires  
MENA : Middle East and North Africa  
MMG : Méthodes des Moments Généralisés  
MV/BV : Market-To-Book ratio  
OLS : Ordinary Least Square  
ONCC : Office National des Congrès et Conférences  
PBV : Price-Book Value ratio  
PER : Price Earning Ratio  
ROA : Return On Asset  
ROE : Return On Equity  
ROI : Return On Investment  
SGBV : Société de Gestion de Bourse des Valeurs  
TA : Total Asset  
TATO : Total Asset Turnover ratio  
TSR : Total Shareholder Return

# Introduction générale

# Introduction générale

---

## **INTRODUCTION GENERALE :**

L'entreprise constitue la structure de base qui permet à l'économie de répondre aux besoins de la société. Cependant, l'économie est constituée d'une multitude d'entreprises qui se font concurrence. L'entreprise consacre beaucoup d'efforts pour survivre dans ces milieux concurrentiels. Aujourd'hui, la mutation de l'environnement financier et le développement du marché des capitaux orientent l'entreprise vers une nouvelle forme de concurrence où la valeur créée tient un rôle central.

Depuis que Berle et Means ont démontré la séparation entre les actionnaires et les managers, le concept de la valeur a été intégré dans l'objectif assigné à la firme par la théorie financière ainsi, la question de la valeur, de sa création et de son évaluation ont toujours été le sujet de réflexion qui a pris de l'importance dans la théorie financière.

L'importance des marchés financiers et l'émergence du pouvoir des actionnaires appellent de nouveaux modes d'évaluation de l'entreprise. En effet, le capitalisme est passé d'un modèle productif où la richesse était produite par l'industrie vers un modèle financier où la richesse est plus le résultat de manipulations financières. Il faut bien avouer que la titrisation a permis l'émergence de milliardaires. Les marchés financiers comme lieux de rencontre entre actionnaires, leurs donnent la possibilité d'exercer une très forte pression sur les entreprises en termes de rentabilité. Le résultat de l'exercice (bénéfice), n'est plus pertinent pour qualifier la performance de l'entreprise. Ainsi, les marchés financiers ont substitué la notion de création de la valeur au résultat de l'exercice. La création de la valeur est désormais une contrainte que les actionnaires exercent sur l'entreprise.

Cette innovation financière, répond à la préoccupation des analystes financiers qui se sont interrogés sur la meilleure mesure de la performance financière à utiliser pour juger de la capacité d'une entreprise à « créer de la valeur » pour ses actionnaires. La création de valeur pour les actionnaires va se hisser comme un indicateur de performance pertinent qui favorise la transparence entre les marchés financiers et la gestion interne des entreprises. Elle est définie comme la différence entre la rentabilité financière de l'entreprise et le coût du capital engagé dans cette même entreprise.

On parle de création de valeur actionnariale en raison de l'appropriation de la valeur créée au profit exclusif des actionnaires et non pas au profit de l'ensemble des parties prenantes à l'entreprise.

Les économistes sont les premiers à avoir étudié la notion de valeur via deux approches fondamentales : une approche objective (A.Smith, D.Ricardo) qui cherche à



## Introduction générale

---

expliquer la valeur d'un bien ou d'un service par les coûts de production, et l'approche subjective (L. Walras) qui explique le fondement de la valeur d'un bien par son utilité (Hirigoyen et Caby, 1998).

Une définition plus financière de la valeur a été proposée par J. B. Williams (1938) pour qui, la valeur d'un actif physique ou financier est donnée par la valeur présente de tous les flux financiers espérés qu'il permet de générer, c'est-à-dire les dividendes. Cette technique d'évaluation n'est autre que le modèle d'actualisation des dividendes. Le modèle original de Williams devrait être prolongé par Gordon et Shapiro (1956). Ces derniers affirment que la valeur d'une action est égale à la somme des dividendes actualisés au taux de rentabilité exigée par les actionnaires.

En effet, c'est les années 1990 qui ont traduit cette nouvelle pensée en termes de création de valeur qui se définit comme une rente que l'entreprise apporte aux pourvoyeurs de ressources. Au cœur de ce débat, se trouve l'actionnaire. La valeur générée est alors destinée à l'actionnaire propriétaire de l'entreprise. C'est la création de valeur actionnariale où les marchés financiers donnent aux actionnaires la possibilité d'exercer une forte pression sur les entreprises.

Les théories de la valeur actionnariale ont une histoire dans la théorie financière. Elles remontent aux années 1950 et 1960 et trouvent leur origine dans les travaux novateurs de Markovitz, Modigliani et Miller, Rappaport... La notion de la valeur actionnariale doit son existence aux travaux de Markovitz sur ce qui est désormais appelé le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF). Ce dernier affirme que la rentabilité espérée des investisseurs, suite à un investissement dans les titres de l'entreprise, est liée au risque de cette dernière, et plus le risque est élevé plus la rémunération de l'investisseur doit être importante (Albouy, 2003). C'est cette idée qui va servir de référentiel aux principes de calcul de la valeur créée.

La suite de l'histoire de la valeur actionnariale va être matérialisée par un ensemble de publications qui contribuent à faciliter la compréhension de ce concept mais aussi à rendre son application aisée dans l'entreprise. Il s'agit essentiellement de « Creating shareholder value » du Professeur Alfred Rappaport (1986) corrigé par la suite par Pablo Fernandez (2001). Selon Rappaport, la valeur de l'entreprise est scindée en une valeur préstratégique et la valeur de la stratégie envisagée. La valeur préstratégique est le fruit d'une capitalisation au coût du capital, du résultat d'exploitation après impôt actuel. La valeur de la stratégie est obtenue en retranchant la valeur préstratégique à la valeur totale.

## Introduction générale

---

La valeur totale des actions est calculée par actualisation des cash-flows et d'une valeur résiduelle obtenue par capitalisation d'un cash-flow stabilisé. Plus la valeur stratégique est forte, plus la stratégie envisagée est créatrice de valeur. Pour Fernandez, une entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires lorsque le rendement des actionnaires dépasse le rendement requis des capitaux propres. Selon lui, une entreprise crée de la valeur en un an quand il surpasse les attentes.

Dans les deux dernières décennies, les cabinets de conseil, notamment le Boston Consulting Group et Stern et Stewart ont rivalisé d'imagination dans le développement d'outil de calcul de la valeur actionnariale. Ces différents modèles peuvent se classer en deux catégories. Ceux qui sont des mesures internes de la valeur et confrontent une mesure de la rentabilité de la société à son coût du capital (EVA, CFROI, SVA). Ceux qui constituent des mesures externes et se fondent sur l'évolution de la capitalisation boursière de la société (MVA, TSR, Market To Book Ratio). Ils reposent sur l'hypothèse d'efficience des marchés boursiers, qui conduit à considérer que la capitalisation boursière représente une bonne estimation de la valeur d'une entreprise. Une entreprise crée de la valeur pour les actionnaires sur une période de temps donnée lorsque le rendement du capital investi est supérieur à son coût d'opportunité.

La théorie de la valeur pour l'actionnaire a traditionnellement suggéré que l'objectif principal de l'entreprise est de maximiser la richesse de ses actionnaires. Toutefois, les actionnaires ont plusieurs choix alternatifs : investir dans une entreprise, déposer son argent en banque ou spéculer sur les actions. Devant ces choix, quel est l'investissement qui permet une meilleure rentabilité ?

**Le but de cette thèse est de chercher à comprendre comment satisfaire les actionnaires par la création de la valeur d'une part et quels sont les éléments qui influent le plus sur le volume de cette satisfaction en essayant de savoir « *quel facteur influe le plus sur la valeur actionnariale* ».**

L'analyse des déterminants de la création de la valeur actionnariale occupe toujours une large place dans la littérature. La problématique de la création de valeur n'est certes pas nouvelle. Elle a pris un relief particulier avec l'avènement du capitalisme financier où la richesse est plus le résultat de manipulation financière.

La politique de l'endettement se trouve au cœur de la problématique de la valeur actionnariale. En 1963, Modigliani et Miller arrivent à la conclusion que lorsque le taux

## Introduction générale

---

d'endettement augmente, l'espérance de bénéfice par action augmente, donc il y a une relation positive entre la dette et la valeur des actionnaires. Cette relation n'est vérifiée que si le bénéfice d'exploitation est supérieur aux intérêts d'emprunts, dans le cas contraire, l'effet de levier devient un effet massue. L'endettement réduit le bénéfice par action.

L'une des principales critiques faites à Modigliani et Miller (1963) est la non prise en compte des coûts de faillite. Si l'endettement peut être créateur de valeur, son excès n'est pas recommandé. Les précurseurs comme Beaver (1966) puis Altman (1968) ont montré que l'insuffisance de la rentabilité d'exploitation et l'endettement jouaient un rôle considérable dans la défaillance de l'entreprise. Un excès d'endettement entraîne donc l'entreprise dans une situation de difficulté financière.

Selon Rappaport (1986), la rentabilité peut être considérée comme un indicateur de valeur très important. Une amélioration de la rentabilité peut conduire à la réalisation d'une valeur actionnariale positive.

Les actionnaires souhaitent obtenir des revenus de leurs placements provenant soit de la cession des actions, soit du versement de dividendes. L'influence de la politique de dividende sur la valeur des actionnaires a fait l'objet d'une importante littérature. Deux grands courants de pensées se sont historiquement opposés. Celui de la non neutralité qui soutient que la valeur de l'action est déterminée par les dividendes versés. Celui de neutralité de la politique de dividendes, c'est-à-dire absence d'influence sur le cours boursier. Modigliani et Miller (1961) montrent que le versement de dividendes consiste à réduire les fonds propres de l'entreprise et par conséquent, à réduire la valeur des actions. Gordon et Shapiro ont montré que le montant des dividendes et surtout leur croissance devrait être les principaux facteurs explicatifs des cours des actions. Walter (1956) propose sa théorie résiduelle des dividendes, son idée est de considérer que la décision de distribution de dividendes n'est qu'un résiduel, car vient qu'après les décisions d'investissement et de financement de la firme.

Ross (1977), Bhattacharya (1979) démontrent comment les dividendes sont susceptibles d'informer les investisseurs sur la qualité des firmes cotées en utilisant la théorie du signal. Dans la mesure où les dirigeants disposent d'une meilleure information sur les résultats de la société, le dividende est utilisé pour signaler l'état de la situation financière future de la société. Si l'entreprise décide de retenir le dividende au cours d'un exercice comptable donné, cette information fait baisser la valeur des actions. En fait, l'efficacité d'un signal dépend étroitement de son coût et la signalisation par les dividendes

## Introduction générale

---

est considérée onéreuse dans la sens où, si les dividendes signalés s'avèrent supérieur au gain réalisé, l'entreprise est obligée de faire recours à un financement extérieur plus couteux pour financer ses projets.

Dalborg (1999) a souligné que la valeur est créée lorsque les rendements de l'actionnaire aux dividendes et les cours des actions augmentent et dépassent le taux sans risque ajusté au rendement exigé sur le marché boursier (le coût des capitaux propres). Pour cet auteur, le rendement total des actionnaires doit être plus élevé que le coût des capitaux propres pour véritablement créer de la valeur (Selehi et al. 2011).

La politique de dividendes discipline les dirigeants, c'est le principe de la théorie d'agence qui cherche toujours à maximiser la valeur pour les actionnaires (Albouy et Schatt, 2010). Jensen (1986) affirme que contrairement au remboursement des emprunts et au versement des intérêts, rien n'oblige les dirigeants à verser des dividendes. Il considère que la dette constitue un mécanisme de substitution efficace au versement des dividendes.

**Au regard de la littérature sur le sujet et en relation avec notre problématique, nous proposons les hypothèses suivantes :**

**H1 : Il existe une relation positive entre la politique de dividendes et la richesse des actionnaires.**

**H2 : La valeur actionnariale dépend de la capacité de profitabilité des entreprises.**

**H3 : La politique financière de l'entreprise n'a pas d'effet sur la valeur actionnariale.**

L'approche de la création de la valeur actionnariale présente aujourd'hui une véritable idéologie qui trouve son application concrète dans le mode de pilotage de l'entreprise. Pour arriver à l'intérêt général de l'entreprise, il faut d'abord agir dans le sens des intérêts des actionnaires. Ce travail, consacré à l'étude des déterminants de la valeur actionnariale, révèle un double intérêt : académique et managériale :

- Sur le plan académique : ce travail vient s'ajouter aux différents travaux déjà menés dans le domaine de la valeur et de la performance. Cette étude va inspirer tous ceux qui veulent continuer dans le même sens, c'est-à-dire, considérer que le bénéfice à lui seul ne peut être suffisant pour comprendre la performance financière.

## Introduction générale

---

- Sur le plan managérial : nous pouvons apprécier l'importance de ce travail à travers l'introduction d'un modèle économétrique pour quantifier les différentes variables qui influent sur la création de la valeur actionnariale.

Le choix de notre sujet est justifié par le fait que nous parlons toujours de l'entreprise seule et de l'actionnaire seul. Il n'y a que le marché financier qui les relie. Ce lien ne se fait pas uniquement par l'estimation du cours boursier, mais il faut aussi mettre la lumière sur les actionnaires qui sont l'élément fondamental de l'entreprise, c'est-à-dire qu'il faut connaître le degré de leur satisfaction vis-à-vis de la rentabilité dégagée par les capitaux qu'ils investissent. Cela se fait par la création de la valeur pour l'actionnaire qui relie le domaine macro-économique au micro-économique en rapprochant marchés financiers et comportement des entreprises.

Beaucoup d'études ont été faites sur les pays du Nord. Est-il possible de généraliser les résultats aux entreprises du Sud qui restent méconnues. Par conséquent, Il s'agit de tester notre problématique sur les entreprises du Maghreb. Nous viserons en premier lieu les entreprises cotées en bourse (Maroc, Tunisie et Algérie). Notre travail se base sur une étude économétrique dont le but est d'expliquer les leviers de la création de la valeur actionnariale et ses facteurs déterminants dans les entreprises cotées en bourse du Maroc, de la Tunisie et de l'Algérie.

Pour tester nos hypothèses, répondre à la question soulevée et expliquer les différents facteurs qui influent sur la valeur actionnariale nous avons divisé cette thèse en quatre points fondamentaux. Nous allons présenter d'abord dans un premier chapitre les fondements théoriques de la valeur actionnariale, nous exposerons ensuite les principales idées ayant trait aux déterminants de la valeur actionnariale. Dans le troisième chapitre, nous exposerons les études ayant fait l'objet de tests économétriques. Le dernier chapitre sera consacré à la méthodologie de l'étude qui traite les données de la recherche empirique (échantillon, périodicité...), le modèle utilisé, les différents tests et les différents résultats obtenus.

Pour plus de détails, le premier chapitre est consacré à la présentation du cadre théorique de l'étude. Ce chapitre traite les fondements théoriques de base de la création de la valeur actionnariale. Il est composé de trois sections. La première section traite la notion de la valeur et son historique dans le domaine de l'économie et de la finance. La deuxième section est consacrée à la présentation des différentes méthodes d'évaluation des entreprises tels la méthode actuarielle de dividendes, le modèle d'évaluation des actifs

## Introduction générale

---

financiers et la méthode des cash-flows. Dans une troisième section, nous étudierons les fondements théoriques de la création de valeur. On y trouve aussi les principes de la création de la valeur et ses différentes mesures.

Le deuxième chapitre est consacré à l'étude des différents facteurs qui déterminent la valeur actionnariale. Ce chapitre est divisé en trois sections. La première section traite les différentes analyses faites sur l'effet de la politique d'endettement sur la valeur actionnariale. Dans la deuxième section, nous étudierons théoriquement l'effet de la politique de dividendes sur la valeur actionnariale. Enfin, la troisième section met la lumière sur la rentabilité des entreprises et son impact sur la valeur créée.

Le troisième chapitre présente les différentes études empiriques menées dans le domaine des déterminants de la valeur actionnariale. Nous y traitons dans une première section des études empiriques sur la politique financière. La seconde section est réservée aux autres études sur la politique de dividendes dans une seconde section. La troisième section traite les différentes études empiriques sur l'effet de la rentabilité des entreprises sur leurs valeurs. Enfin, la dernière section fait l'objet des autres travaux antérieurs trouvés dans ce domaine.

Enfin, le dernier chapitre consiste à examiner empiriquement les déterminants de la valeur actionnariale pour les entreprises cotées en bourse de trois pays du Maghreb, à savoir le Maroc, la Tunisie et l'Algérie. Ce chapitre contient deux sections dont la première traite le développement des hypothèses, la sélection des variables, la présentation de l'échantillon de l'étude et du modèle d'estimation. La deuxième section vise à présenter les différents résultats obtenus.

Étant donné l'ampleur du domaine de la valeur, nous avons limité l'étude sur la création de la valeur actionnariale. Nous n'allons pas étudier la création de la valeur managériale. De même, le manque de disponibilité de données des pays arabes nous a conduits à étudier uniquement trois pays du Maghreb à savoir le Maroc, la Tunisie et l'Algérie.

Chapitre I : Fondements  
théoriques de la valeur  
actionnariale

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

## Introduction

La maximisation de la richesse est devenue un impératif de gestion de l'entreprise moderne, surtout avec l'arrivée de la mondialisation, des nouvelles technologies et le rôle croissant des marchés financiers.

Depuis longtemps les économistes ont conçu que la performance de l'entreprise est mesurée par le bénéfice. Plus loin encore, à la fin du 15<sup>e</sup> siècle et au début du 16<sup>e</sup> siècle, les mercantilistes considéraient que la création de richesse provient des métaux précieux. Les physiocrates affirmaient que la valeur des marchandises et donc la richesse est déterminée par la quantité de travail de la terre qui y est incorporée. Entre la fin du 18<sup>e</sup> siècle et le début du 19<sup>e</sup> siècle est apparue la théorie de la valeur objective qui voit l'explication et le fondement de la valeur dans le coût de production. Alors que la théorie néoclassique de la valeur subjective pense que le fondement de la valeur se fait du côté du consommateur et non plus du producteur. Et justement cette dernière théorie a été appliquée à la finance d'entreprise où la première idée était proposée par Fisher dont le modèle fut prolongé par Gordon et Shapiro en arrivant au modèle des cash-flows. Ensuite les théories récentes de l'économie, telle la théorie d'agence, justifient la création de la valeur par le pouvoir qu'exercent les actionnaires sur les dirigeants.

Au début des années 80, les entreprises ont été basées sur la croissance du chiffre d'affaires. Jusqu'au milieu des années 80, l'entreprise basait essentiellement sur le résultat net. Mais ce dernier est jugé insuffisant pour mesurer la valeur d'une entreprise parce qu'il est la résultante de données comptables non représentatives de la réalité économique d'une part, et qu'il peut masquer une insuffisance d'investissement matériel ou immatériel générateur de productivité, d'innovation et de valeur d'autre part.

Par la suite, nous avons découvert le raisonnement en termes de rentabilité des capitaux propres. Mais la rentabilité dégagée est un critère insuffisant en matière de valeur parce qu'elle ne prend pas en considération la notion du risque.

En effet, c'est les années 1990 qui ont traduit cette nouvelle pensée en termes de création de valeur.

La création de la valeur est au cœur de l'actualité économique et financière. Elle permet d'enrichir les actionnaires de l'entreprise. Le domaine de la finance d'entreprise consacre, depuis plusieurs décennies, la notion de création de valeur comme un facteur



# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

fondamental de l'entreprise où la maximisation de la richesse des actionnaires est l'objectif principal.

Le but de ce chapitre est d'adopter, à travers plusieurs lectures, un éclairage sur l'histoire et les fondements théoriques de la création de la valeur et citer le développement et les implications de cette approche. Nous allons d'abord dans une première section développer la notion de la valeur et ainsi traiter ses fondements tant en économie qu'en finance. Nous allons ensuite présenter les différentes méthodes qui permettent d'évaluer une entreprise. Nous citerons la méthode du Discounted Dividend, le MEDAF et le Discounted Cash-flow Model. La dernière section se consacre aux fondements théoriques qui déterminent la création de la valeur. On y trouve aussi les principes de la création de la valeur et ses différentes mesures.

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

## Section 1 : Les fondements de la valeur :

C'est en cherchant à définir la valeur monétaire d'un actif physique ou financier que l'économiste J. B. Williams, dans la lignée des travaux d'I. Fisher, a élaboré les bases de la valeur en finance. Deux séries de fondements de la valeur méritent d'être examinées tour à tour : les fondements économiques et les fondements en finance.

### I- Les fondements économiques de la valeur :

L'économie est une discipline qui s'appuie sur plusieurs socles de réflexions et de connaissances. Elle s'est lentement constituée en tant que science humaine, grâce à un double apport ; d'une part celui de nombreux acteurs pour qui l'échange, la production et la consommation sont apparus essentiels à la compréhension de la vie en société, et d'autre part celui de l'observation des faits, dans ce qu'ils ont à la fois de singuliers et de généraux.

#### *1- Les mercantilistes (1450-1750):*

Le moyen âge a été une époque de découvertes fondamentales : la découverte de l'Amérique (1492) par Christophe Colomb, la découverte de l'Inde (1498) par Vasco de Gama, l'invention de l'imprimerie (1474) par Johannes Gensfleisch dit Gutenberg, qui facilite la diffusion d'idées nouvelles et l'accès aux écrits plus anciens.

La problématique générale de la pensée mercantiliste était de savoir comment enrichir la nation (Etat) et comment la rendre prospère et puissante.

Plus précisément le mercantiliste s'explique directement par les découvertes en Amérique des mines d'or et d'argent, selon laquelle les métaux précieux constituent la richesse essentielle des nations.

A l'époque, la plus grande partie des échanges s'effectuaient, sous forme soit d'échange de troc, soit de moyen de monnaies faites de cuivre ou d'alliage. Les monnaies d'or et d'argent rares sont réservées aux transactions de grands prix, et transitent dans les mains des seuls plus fortunés<sup>1</sup>.

Le mercantiliste construit comme un instrument au service de l'idée nouvelle d'Etat-nation, il n'est pas inspiré par la défense de la religion. Contrairement à ce que pense

---

<sup>1</sup> Laviale. C., 2005, « Introduction à la science économique », CL, France, p29

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

Machiavel, les mercantilistes considèrent que l'Etat accroît sa force en favorisant l'enrichissement des citoyens.

La doctrine mercantiliste au XVI<sup>e</sup> siècle est essentiellement métalliste ou bullioniste (espagnols et portugais). Il s'agit pour ces pays de conserver l'or qui excède des colonies d'Amérique. Les économistes de ces pays tels Olivares de Santi-Ortiz conseillent d'interdire la sortie des métaux précieux et l'entrée des marchandises étrangères (car celles-ci sont payées en or). Cette politique de restriction conduit à délaissé l'industrie d'où un décalage de plus en plus important entre d'un côté une forte circulation monétaire et de l'autre une quantité des biens offerts insuffisants. Ce mercantilisme se heurte alors à une inflation massive à cause de l'excès de monnaie en circulation.

En France, le mercantilisme industrialiste, se trouve aux XVII<sup>e</sup> et XVIII<sup>e</sup> siècles. Mais la France ne disposait pas de colonies pour lui fournir or et argent. Selon Jean Bodin et Antoine de Monchrétien, pour pallier ce manque, l'Etat doit intervenir et soutenir les grandes industries qui génèrent l'or et l'argent en vendant et en exportant (c'est le système colbertisme de Jean-Baptiste Colbert). Il y aura aussi un fort protectionnisme douanier<sup>1</sup>.

Les mercantilistes voient dans le commerce extérieur l'un des facteurs principaux de la croissance économique des Etats. C'est donc l'état du commerce extérieur qui est le vrai baromètre de la prospérité nationale. On apprécie l'un et l'autre au moyen de la balance du commerce, c'est-à-dire de la comparaison des importations et des exportations et l'idéal économique sera d'assurer la prospérité des secondes sur les premières<sup>2</sup>.

La notion du commerce extérieur est logiquement associée à celle de Nation (qui délimite les frontières, un intérieur et un extérieur). « La notion de la balance du commerce » apparaît en 1549 avec le grand financier anglais Tomas Gresham, pour qui une nation peut s'enrichir sauf si sa balance du commerce est excédentaire, c'est-à-dire que la valeur des exportations dépasse celle des importations<sup>3</sup>.

Les mercantilistes anglais tels Tomas Mun, considère le commerce extérieur comme un des moyens d'accroître la richesse de l'Etat et le trésor du prince en vendant chaque année aux étrangers une somme de produits supérieure en valeur à celle de leurs importations. Le problème s'impose quand la marchandise importée peut être réexportée

---

<sup>1</sup> Kerzabi. A., 2005, « Surplus économique et entreprise », Thèse de Doctorat d'état en sciences de gestion, Université des sciences économiques, commerciales et de gestion, Faculté de Tlemcen, p 14

<sup>2</sup> Schatz. A., 2012, « L'individualisme économique et sociale », Institut COPPET, Paris, p17

<sup>3</sup> Laviale. C., Op.cit., p30.

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

avec bénéfice. Mun considère ceci comme le laissez-faire et le laissez-passer des marchandises. Il affirme qu'on ne peut constituer dans l'Etat d'autre trésor que celui que détermine une balance du commerce favorable ou non<sup>1</sup>.

Les mercantilistes pensent que la meilleure manière de garantir un commerce extérieur excédentaire est que l'Etat intervienne dans tous les domaines de la vie économique et mette en place une politique tarifaire protectionniste<sup>2</sup>.

Tomas Mun (1621), Josiah Child (1688), John Hocke (1691) vont insister sur l'importance du commerce maritime. Tous ces auteurs plaident en faveur de l'établissement d'un monopole de transport maritime britannique, moyen à la fois de s'assurer un contrôle effectif du commerce extérieur et de jouer systématiquement le rôle d'intermédiaire dans les transactions marchandes européennes<sup>3</sup>.

Au XVII<sup>e</sup> siècle, les actes de navigation de Cromwell et de Charles II assurèrent la protection de la maritime marchande anglaise et ruinèrent la Hollande.

En effet, un navire étranger ne pouvait exporter en Angleterre que les marchandises produites dans son pays d'origine. Ce qui ne pouvait être le cas pour les navires hollandais. De plus, le commerce entre l'Angleterre, l'Amérique, l'Afrique et l'Asie ne pouvait être effectué que par des navires construits sur des chantiers anglais et appartenant à un armateur anglais, ayant un équipage anglais et ses officiers anglais. Londres remplace alors Amsterdam et devient le centre principal d'échanges internationaux<sup>4</sup>.

Dès la fin du XVII<sup>e</sup> siècle, le mouvement de dégradation du mercantilisme s'accroît. On admet que le commerce doit apporter aux pays la richesse par excellence, l'or et l'argent. Cette idée va être critiquée par les classiques qui reprochent aux mercantilistes de confondre or et richesse. Selon Hecksher, le mercantilisme a pour unique but d'obtenir du profit et ceci conduit parfois à l'oubli de certaines choses qui sont toutes aussi importantes et par ce système l'évolution d'un pays ne pouvait être faite qu'au détriment d'un autre, laissant place à une lutte commerciale et à une fausse évolution. Boisguilbert dénonce la volonté de monopole créée par le mercantilisme. Selon Adam Smith, le mercantilisme ne peut apporter le bien-être à long terme ni général puisque le monopole bien qu'il augmente le profit des marchands, mais il empêche l'accroissement

---

<sup>1</sup> Schatz. A., Op.cit. p18.

<sup>2</sup> Laviale. C., Op.cit., p30.

<sup>3</sup> Laviale. C., Op.cit., p31.

<sup>4</sup> Kerzabi. A., 2005, Op.cit, p 16

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

naturel des capitaux et tend à diminuer la masse totale des revenus visant simplement à favoriser les intérêts d'une classe de privilèges et non l'ensemble des personnes.

Le mercantilisme a abouti à un système économique où le poids de réglementation et des impôts est tel qu'il n'y a pratiquement aucun espace pour le secteur privé. De plus, l'accent mis sur l'industrie et le commerce a entraîné un détournement de l'investissement du secteur agricole et un abandon des terres agricoles. Pour résoudre ces problèmes, un nouveau courant de pensée d'inspiration libérale a vu le jour, c'était au XVII<sup>e</sup> siècle. Trois écoles de pensée libérales sont apparues depuis 1750 : les physiocrates, les classiques et les néoclassiques<sup>1</sup>.

## **2- Les Physiocrates (1756-1776) :**

Physiocratie signifie, étymologiquement, « le pouvoir de la nature » (du grec physis, « la nature », et kratos, « la puissance »).

Contrairement à la pensée mercantiliste, la pensée physiocrate s'est développée sur une courte période (1756-1776), dans un seul pays (la France) et grâce à un seul maître (Quesnay. F).

Selon Marx, ils sont « les véritables pères de l'économie moderne ». Pour Walras, l'école physiocrate est non seulement la première mais la seule école d'économistes qui, en France, aient eu une économie politique pure originale, et aussi ou milieu de leurs erreurs apparaissent des vues d'une profondeur et d'une justesse extraordinaires. Ils étaient à la base de la comptabilité nationale et de la macroéconomie.

François Quesnay (Médecin de Louis IV), dans son livre intitulé « Le tableau économique » (1758) a comparé la société à un corps humain. Il a mis particulièrement l'accent sur l'idée de circulation de richesse comme il y a une circulation de sang dans le corps humain. Quesnay et les physiocrates considèrent que la valeur de toute chose vient de la nature. Ils affirment que la terre est le facteur de production fondamental et que l'agriculture est la seule à dégager des richesses. Ils considèrent que ceux qui ne participent pas aux activités agricoles appartiennent à *la classe stérile*<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Chkoundali. R., 2005, « Introduction à l'économie », Institut supérieur de gestion, Université de Tunis, p 56-57.

<sup>2</sup> Kheladi. M., 2004, « Introduction à l'économie politique », l'office des publications universitaires, Alger, p 105

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

Les physiocrates pensent que la richesse nationale peut être définie par deux caractéristiques principales :

- C'est l'addition de biens matériels dont l'utilité est concrète.
- Elle peut être approchée à partir des valeurs d'échanges c'est-à-dire des valeurs reconnues sur le marché. Par conséquent tout ce qui ne sera saisi par des relations marchandes ne sera pas analysé par le tableau économique.

Aussi la richesse nationale ne tient pas compte de l'ensemble des productions d'autosubsistance et des productions autoconsommées, l'accumulation des richesses est plutôt basée sur l'accumulation de produit naturel. Quesnay décrit l'ensemble de la vie économique à partir d'une classification de la richesse en deux grands ensembles<sup>1</sup> :

- D'une part les richesses naturelles ou « fruit de la terre », c'est la production de ces richesses qui constitue la base du développement de la puissance d'une nation, il s'agit des matières premières et des produits de subsistance.
- D'autre part il y a les richesses industrielles ou les produits manufacturés qui sont considérés comme les richesses secondaires puisqu'elles ne recouvrent pas les biens de première nécessité, et parce qu'elles sont produites à partir des richesses naturelles et ne constituent pas de vraie création mais seulement une transformation de richesse qui existe déjà.

Dans le tableau économique de Quesnay, la vie économique s'organise autour de trois pôles<sup>2</sup> :

- *La classe productive* qui est celle des agriculteurs et qui fait naître la richesse annuelle, qui fait les avances des dépenses pour les travaux de l'agriculture et qui paye annuellement les revenus des propriétaires des terres.
- *La classe des propriétaires fonciers* : le souverain et les processeurs de terres qui vivent grâce au produit nets. Cette classe subsiste par le revenu ou produit net de la culture qui lui est payé annuellement par la classe productive après que celle-ci ait payé sur la reproduction qu'elle fait renaitre annuellement.
- *La classe stérile ou transformatrice* : tous ceux qui travaillent en dehors de l'agriculture (artisans, industriels, commerçants...). Cette classe vit grâce aux dépenses payées par le surplus agricole, c'est-à-dire par la classe productive et

---

<sup>1</sup>Kerzabi. A., Op.cit, p 17

<sup>2</sup>Quesnay. F., 1988, « Tableau économique des physiocrates », ENAG, Alger, pp 3 - 4

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

par la classe des propriétaires qui eux-mêmes tirent leurs revenus de la classe productive.

Selon Quesnay, les dépenses donnent vie à la production. Cette dernière crée des revenus qui alimentent les dépenses. Il considère que les relations entre classes sont des apports évolués dans la mesure où elles consistent soit en paiement de revenu, soit en achat ou en vente de marchandises<sup>1</sup>.

Cependant, les limites du courant physiocrate sont d'avoir considéré que la richesse provient uniquement d'un seul secteur d'activité (secteur agricole), d'une part, et d'avoir ignoré l'importance de redistribution des richesses par l'Etat, d'autre part. L'Etat providence doit assurer l'équité sociale en prélevant les impôts sur les revenus des ménages les plus riches (impôts sur les revenus, sur le patrimoine etc....) pour distribuer aux plus pauvres, souvent sous forme d'une production de biens publics (écoles publiques, hôpitaux publics etc...) venus des ménages les plus riches (impôts sur les revenus, sur le patrimoine...).

Ainsi Quesnay a considéré que la monnaie n'est utile qu'à régler les transactions d'une classe à l'autre.

Selon Robert Turgot (précurseur des classiques), 1766, la semence jetée sur une terre naturellement fertile mais dans aucune préparation serait une avance presque entièrement perdue. Si on y joint un seul labour, le produit sera plus fort, un second et un troisième labour pourront peut-être non pas doubler ou tripler le produit mais le quadrupler et le décupler.

### **3- La théorie Classique (théorie de la valeur objective) :**

Au XVIII<sup>e</sup> siècle, l'Europe occidentale connaît une véritable révolution marquée par l'emploi de plus en plus important de machines dans les divers secteurs de production, par la création des manufactures et par une division du travail qui devient sans cesse plus poussée.

C'est en Angleterre qu'un nouveau courant de pensée connu sous le nom des classiques a vu le jour. Elle se préoccupait essentiellement des fondements moraux de l'action humaine : l'égoïsme individuel pouvait être considéré comme une motivation

---

<sup>1</sup> Kheladi. M., Op.cit, p 106

## Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

vertueuse et la liberté et la concurrence sont des fondements moralement valables de l'organisme des relations sociales<sup>1</sup>.

L'école de la pensée classique a prévalu durant plus d'un demi-siècle, équitablement répartie entre la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle et le début du XIX<sup>e</sup> siècle. Ses meilleurs représentants sont Adam Smith (1723-1792), David Ricardo (1772-1823), Thomas Robert Malthus (1766-1834), John Stuart Mill (1806-1873) et Jean Baptiste Say (1767-1832). De plus la plupart des économistes de l'époque rejettent toute intervention de l'Etat dans la vie économique<sup>2</sup>.

### a) *Adam Smith (1723 – 1790)* :

A.Smith est considéré comme "le père de l'économie politique" en tant que discipline autonome. Il publie en 1776 son livre « Enquête sur la nature et les causes de richesse des nations ».

Smith adopte une théorie de la valeur : « Le travail est le fondement et l'essence des richesses ». Il distingue la valeur d'usage, qui est liée à l'utilité des biens, et la valeur d'échange qui exprime le pouvoir d'acheter d'autres biens. Il traite de la fixation des prix, de la répartition des revenus et surtout de l'importance de la division du travail et de l'accumulation du capital pour accroître l'efficacité productive et augmenter la richesse des nations.

Dans un marché autorégulateur, les hommes sont guidés par la recherche de leur intérêt personnel mais, dans le cadre de la concurrence, le mécanisme des prix conduit chacun à concourir à la satisfaction de l'intérêt générale. Selon Smith, les individus se caractérisent par des motivations égoïstes. Les acheteurs et les vendeurs qui se rencontrent sur le marché sont motivés par leurs intérêts qui sont divergents. Cette multitude de décisions totalement autonomes et décentralisées est coordonnée par « une main invisible » qui permet un équilibre d'ensemble et un système régulier. Smith est persuadé de l'efficacité du marché, dans un contexte de liberté du commerce international, même s'il plaidait parfois pour l'intervention de l'Etat qui doit être limité<sup>3</sup>.

A.Smith a constaté à travers les régions qu'il visitait que certaines sont opulentes tandis que d'autres sont misérables. Il en arriva à se poser la question suivante : « pourquoi

---

<sup>1</sup> Chkoundali. R., Op.cit., P58

<sup>2</sup> Kheladi. M., Op.cit, p 109.

<sup>3</sup> Kheladi. M., Op.cit, p 110



## Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

certaines régions (ou nations) sont riches et d'autres pauvres ? ». Autrement dit, qu'est-ce que font plus que les autres<sup>1</sup>, ou d'une manière précise : « qu'est ce qui détermine la valeur ? ».

Smith affirme que la valeur d'un bien est égale à la quantité de travail que ce bien permet de commander. En effet, A. Smith jouait entre une théorie dite du travail "incorporé" et du travail "commandé". Dans le premier cas (le travail incorporé), il explique que la valeur d'une marchandise est déterminée par la quantité de travail nécessaire pour la fabriquer. Dans le second (le travail commandé), il pense que la valeur de cette marchandise est fonction de la quantité de travail que sa vente permet d'acheter. La première proposition fait donc dépendre la valeur d'une donnée purement technique : la productivité du travail. La seconde fait dépendre la valeur d'une donnée sociale : le salaire. Pour Smith, la valeur d'un bien dépend de la quantité de travail qui est elle-même fonction du salaire, dont le montant est lui-même fonction du prix de ce bien. Puisque les travailleurs consacrent une part importante de leur budget à acheter ce bien, le raisonnement présente donc une grave erreur. C'est David Ricardo qui pointera les contradictions de la théorie de travail "commandé" de Smith<sup>2</sup>.

Ricardo reconnaît que la source originale de la valeur d'échange est le travail. Toutefois, il estime que Smith confond le travail qui sert à la fabrication d'un bien, et l'équivalent en travail que ce bien permet à son propriétaire d'obtenir sur le marché. Ce serait une erreur de croire que, parce qu'un travailleur est devenu deux fois plus efficace dans la production d'un bien, il peut obtenir en échange l'équivalent du double de ce travail<sup>3</sup>.

Par conséquent, le travail ne peut constituer la mesure de la valeur d'échange de toutes les marchandises, que s'il ne comporte pas lui-même une valeur d'échange. La théorie de la valeur de Smith ne traiterait donc pas du travail que les gens offrent sur le marché - qui se vend à des prix variables - dans une société où la division du travail et un système d'échange ont été instaurés<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Khelladi. M, Ibid.

<sup>2</sup> Darmangeat. C., « Introduction à l'analyse économique », université de Paris 7, sur le site : [www.pise.info/eco](http://www.pise.info/eco).

<sup>3</sup> Rochon. O., 2009, « La philosophie morale dans l'œuvre d'Adam Smith : Retour sur la DAS ADAM SMITH PROBLEME », Mémoire présenté comme exigence partielle de la maîtrise en économie, Université du Québec, Montréal, CANADA, p 62.

<sup>4</sup> Rochon. O., ibid.

## Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

Evensky (2005) affirme que malgré deux siècles d'analyse, la théorie de la valeur de Smith manque de clarté. Evensky remarque que Smith n'apporta pas de changement considérable lors de ses corrections aux éditions subséquentes de la richesse<sup>1</sup>.

### b) *David Ricardo (1772 - 1823)*:

D. Ricardo est l'auteur majeur de l'école classique. Il publie son principal ouvrage « Principe de l'économie politique et de l'impôt » en 1817. Généralisant le modèle d'A. Smith, Ricardo propose une justification du libre-échange reposant sur la théorie des avantages comparatifs. Ricardo est le fondateur de la théorie monétaire qui considère que la hausse des prix est liée à l'excès d'émission monétaire rendue possible par l'inconvertibilité des billets en or qui avait été instaurée en Grande-Bretagne en 1797.

Adam Smith n'avait pas une théorie complète de la valeur ou des coûts de production. C'est avec Ricardo que la théorie classique de la valeur va réellement être bouclée.

Pour Ricardo, la valeur des produits ne dépend pas des conditions d'échange, elle est intrinsèque aux objets<sup>2</sup>.

Ricardo a repris et affiné l'idée de Smith à propos de la détermination de la valeur par le travail incorporé en soulignant un certain nombre de points essentiels<sup>3</sup> :

- La théorie de la valeur n'est valable que pour les marchandises produites et reproductibles par le travail humain. Un bien non produit (l'air, la terre en tant qu'espace géographique) ou non reproductible (la Joconde) n'entre pas dans le champ d'application de la théorie de la valeur ;
- la quantité de travail incorporée qui fixe la valeur d'une marchandise est la quantité de travail social, et non du travail individuel. Sur un marché donné, la valeur d'une marchandise est unique et elle est le résultat d'une moyenne entre les temps de fabrication des différents producteurs ;
- le temps de travail qui intervient dans la création de valeur est un temps total, qui inclut aussi bien le travail directement dépensé dans la production que le travail indirect passé, qui a servi à fabriquer les bâtiments, machines, matières premières, utilisés.

---

<sup>1</sup> Rochon. O., Op.cit., p63

<sup>2</sup> KERZABI. A., Op.cit. p20.

<sup>3</sup> Darmangeat. C., ibid.

## Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

D.Ricardo rejette la théorie du travail commandé de Smith pour proposer une théorie appelée « Théorie de travail incorporé ».

Pour Ricardo, le fondement de la valeur d'échange d'une marchandise réside dans la quantité de travail nécessaire qui a été considéré à sa production. Donc les prix relatifs ne seront pas seulement déterminés par le travail incorporé mais aussi par la longueur du processus de production<sup>1</sup>. Nous pourrions alors dire que la valeur de notre marchandise initiale est égale à la sommation d'un certain nombre de quantité de travail directe et indirecte et de plus en plus faible jusqu'à devenir négligeable.

D.Ricardo affirme également que la rente foncière est déterminée par la rareté de la terre et les rendements décroissants. C'est à partir de cette théorie que Ricardo construira tout son système économique et que toute l'école classique raisonnera<sup>2</sup>.

D. Ricardo assimile la valeur aux profits plus les intérêts. Cette définition comme le fait remarquer Karl Marx résulte du fait que D. Ricardo n'arrive pas à faire la distinction entre le capital constant et le capital variable<sup>3</sup>.

Pour l'école classique, la valeur d'usage d'un bien est assimilée à sa valeur d'usage objective. Quant à la valeur d'échange, elle se forme, pour eux, différemment suivant que les biens sont ou ne sont pas reproductibles. La valeur des biens non reproductibles est liée d'une part à leur rareté, et d'autre part à l'intensité du désir ressenti par le sujet économique qui veut les posséder. Pour les biens reproductibles, leur valeur est soit une valeur du marché, soit une valeur normale<sup>4</sup>.

La théorie classique en ramenant le coût et donc la valeur à deux éléments simples fort différents que sont le travail et le capital, est appelée "théorie du coût complexe". D'autre part ne retenant pas le même principe explicatif pour rendre compte de la valeur d'usage et de la valeur d'échange<sup>5</sup>.

La théorie du coût complexe a conforté des critiques qui ont montré que le coût n'est pas suffisamment en lui-même pour expliquer le fondement de la valeur. Certains auteurs comme Bastiat ont suggéré de retenir non pas le coût de production mais le coût de

---

<sup>1</sup> Dequiedt. V, 2009 « Grands courants de la pensée économique contemporaine, Université d'Auvergne-Clemont-Ferrand1, p42.

<sup>2</sup> Dequiedt. V., Op.cit. p43.

<sup>3</sup> Kerzabi. A., p21.

<sup>4</sup> Hirigoyen. G et CABY. J., 1998, « Histoire de la valeur dans la finance d'entreprise », Cahier de recherche N° 1, Institut de recherche en gestion des organisations, Université de Montpellier, France, p 4.

<sup>5</sup> Perrin. J., 2001, « Remettre la valeur au cœur des débats en sciences économiques », Political Economy, France, p2-3.

## Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

reproduction. Pour Bastiat, la valeur est le rapport entre deux services échangés ; le service étant mesuré non par le travail de celui qui le fournit, mais par l'effort épargné à celui qui en bénéficie<sup>1</sup>.

### c) *Marx et la théorie marxiste* :

La doctrine marxiste s'inscrit dans un système de pensée beaucoup plus vaste dont les propositions sont les mêmes que celles d'autres courants de pensée. Les œuvres de Marx réalisées sur la période 1815 - 1871 constituent le point de départ et le point d'arrivée du capitalisme moderne. Karl Marx a pu observer les conditions de travail inhumaines dans les usines, et la misère en progression régulière dans les villes. Il a fait un lien entre l'extension du salariat et la hausse du taux d'urbanisation de la population, caractérisant la révolution industrielle. L'extension du salariat pousse les ouvriers à s'organiser et à s'opposer à la doctrine capitaliste. A partir de 1847, Marx adhère la théorie de la valeur-travail ce qui le place incontestablement dans la lignée de Ricardo. Mais sa conception de la valeur-travail devient assez différente de celle de Ricardo<sup>2</sup>.

### **C-1 : La notion de travail abstrait<sup>3</sup> :**

Pour Marx, les classiques ont commis l'erreur d'aborder directement le problème de la valeur des marchandises alors qu'il faut d'abord résoudre le problème de sa substance. Il affirme que si deux marchandises qualitativement différentes en tant que valeur d'usage se trouvent sur le marché dans un rapport d'échange qualitatif déterminé, c'est parce qu'elles renforcent un élément commun qui permet de la comparer. Selon Marx cette « substance commune » réside dans la dépense de travail qui a nécessité la production de ces deux marchandises.

Le travail humain selon Marx, est un travail utile ou travail concret, déterminé par les caractéristiques spécifiques de la production à laquelle il est affecté. D'après Marx, le travail a une seconde dimension, appelé travail abstrait, il a le caractère d'une dépense de force humaine.

---

<sup>1</sup> Hirigoyen. G et CABY. J, Op.cit, p 5.

<sup>2</sup> Kheladi. M., Op.cit, p 119

<sup>3</sup> Kheladi. M., Op.cit, p 121

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

## **C-2 : Le travail socialement nécessaire<sup>1</sup> :**

On applique la valeur d'échange sur les marchandises qui ont d'abord une valeur d'usage. La valeur d'échange d'une marchandise exprime rigoureusement la quantité moyenne ou sociale du travail générale nécessaire pour la produire. En d'autres termes la valeur de la marchandise ne se mesure pas au temps du travail individuel, les travailleurs n'ayant pas les mêmes capacités et ne disposant pas toujours des mêmes moyens mais au temps moyen dans la société. Marx, va agréger ces travaux différents pour produire un nouveau concept : « travail général abstrait ».

Le travail socialement nécessaire est constitué par le travail direct ou « travail vivant » et le travail indirect appelé travail passé ou « travail cristallisé » ou encore « travail mort » correspondant à la valeur des matières premières et des équipements utilisés par le travail direct.

## **C-3 : Travail simple et travail complexe<sup>2</sup> :**

D'après Marx, le travail socialement nécessaire c'est du « travail simple ». Il le nomme ainsi parce que c'est du travail non qualifié qu'il distingue du « travail complexe » ou qualifié. Pour lui, une quantité de donnée de travail complexe correspond à une quantité plus grande de travail simple. Dans l'opération d'agrégation, le travail complexe est transformé en plusieurs unités de travail simples.

## **4- Les néo-classiques (Théorie de la valeur subjective)<sup>3</sup> :**

Ces théories fort anciennes ont été découvertes à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle lorsque les marginalistes ont pris le contre-pied de l'analyse marxiste.

Le fondement de la valeur se fait du côté du consommateur et non plus du producteur. On va considérer la valeur d'échange comme ayant son fondement dans la valeur d'usage, et elle-même dans la valeur d'utilité.

Pour un individu rationnel, qu'il soit consommateur ou producteur ce qui compte, ce n'est pas seulement la satisfaction totale (ou profit total), mais celle que lui rapporte la dernière unité consommée ou produite par rapport à ce qu'elle lui coûtera. L'individu rationnel raisonne non pas sur les quantités globales, mais sur les quantités additionnelles ; l'homme raisonne à la marge. La théorie de la valeur subjective se base sur ce principe.

---

<sup>1</sup> Kheladi. M., Op.cit, p 124

<sup>2</sup> Kheladi. M., Ibid.

<sup>3</sup> Hirigoyen. G et CABY. J, Op.cit., p6-7.

## Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

Les néoclassiques utilisent le concept de la valeur-utilité plutôt que le concept de la valeur-travail chez les classiques. La valeur-utilité correspond à l'appréciation subjective que fait chaque individu quant à l'utilité d'un bien, elle se mesure par l'utilité marginale de la dernière unité et traduit à la fois l'utilité et la rareté.

Condillac va noter qu'il n'y a pas toujours parallélisme entre l'utilité et la valeur. Pour expliquer la valeur, il est nécessaire de faire place à la rareté à côté de l'utilité. La valeur des choses croît dans la rareté et diminue dans l'abondance. Mais la rareté seule ne permet pas de fonder la valeur. Toutefois, Condillac n'a pas pu dire ce qui est imputable à l'une et à l'autre. Les marginalistes et néo-marginalistes arriveront à surmonter ce blocage avec la notion d'utilité marginale qui a été formulée par trois auteurs marginalistes : C. Menger, St Jevons et L. Walras.

Ces théories reposent toutes sur un fonds commun qui peut être dégagé autour de deux propositions :

- la valeur d'usage se mesure par l'utilité marginale ;
- la valeur d'échange repose sur la valeur d'usage.

Quatre éléments font apparaître la différence entre l'utilité et la valeur : la notion de divisibilité des biens et des besoins, la notion d'homogénéité du bien, la décroissance des besoins, la notion de marginalité. L'utilité dépendant du dernier désir d'emploi (utilité marginale) détermine l'importance attribuée par le sujet à cette dernière unité et à toutes celles qui la précèdent puisqu'elles peuvent être remplacées indépendamment les unes par les autres.

La valeur d'échange repose sur la valeur d'usage, c'est-à-dire sur l'utilité marginale. Les marginalistes soulignent que quelle que soit la valeur considérée, le fondement de la valeur reste le même ; la seule différence est dans le bien considéré, c'est-à-dire entre les biens de consommation et les biens de production. 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. Leur utilité dérivée dépend de l'utilité subjective des biens de consommation. La valeur remonte du bien de consommation produit au bien de production qui a permis de l'obtenir.

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

La théorie microéconomique classique retient comme hypothèse de base que l'utilité marginale procurée par chaque dose supplémentaire d'un bien va en diminuant et devient nulle à partir d'un certain seuil appelé « point de satiété ». Au-delà de ce point, l'utilité marginale de dose supplémentaire peut devenir négative et se transformer en désutilité. L'intensité d'un plaisir qui se prolonge diminue et fini par disparaître lorsque l'individu parvient sa satiété.

Par ailleurs, la nouvelle école marginaliste au XX<sup>e</sup> siècle où Vilfredo Pareto et John Hicks ont voulu dépasser l'hypothèse encombrante de la mesure cardinale de l'utilité. Ils se basent sur l'hypothèse que le consommateur sait classer les biens par ordre de préférence sans recourir à une mesure d'utilité absolue, il suffit que l'utilité soit comparable comme dans le cas physique de la température arbitraire tel que Celsius, Fahrenheit.

## II- Les fondements de la valeur en finance :

Les financiers n'ont jamais posé le problème de la valeur, mais pendant longtemps, ils ont estimé la valeur de l'entreprise à partir des documents comptables. Or, en matière de valeur, la distinction comptabilité-finance s'impose parce qu'elle traduit deux optiques différentes : la première insiste sur l'estimation des actifs, détermine ensuite celle des dettes pour obtenir par différence la valeur des capitaux propres, c'est l'optique comptable. La seconde essaie d'apprécier directement la valeur des capitaux propres et des dettes ; il n'est plus nécessaire d'estimer les actifs<sup>1</sup>.

### 1- Les origines comptables de l'évaluation :

On distingue les valeurs patrimoniales d'une part, et les corrections apportées, la valeur de rendement et le goodwill, d'autre part.

Les méthodes patrimoniales consistent à valoriser les éléments corporels et incorporels qui constituent l'actif et le passif de l'entreprise à évaluer<sup>2</sup>.

Les méthodes patrimoniales sont des méthodes simples qui conduisent souvent à des valeurs comptables éloignées des valeurs réelles pour des raisons comptables, fiscales, historiques,... Ces valeurs doivent donc être corrigées, réévaluées pour déterminer un actif

---

<sup>1</sup> Hirigoyen. G et CABY. J, Op.cit, p 8.

<sup>2</sup> De La Chapelle. P., 2004, « L'évaluation des entreprises », Economica, 2<sup>ème</sup> édition, Paris, p57.

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

net comptable réévalué. Ces méthodes ont montré plusieurs insuffisances dont les plus importantes sont<sup>1</sup> :

- ces méthodes sont incomplètes et peu réalistes ;
- la valeur d'une entreprise ne dépend pas uniquement d'éléments patrimoniaux, mais elle résulte aussi d'un effet de synergie dont la comptabilité ne rend pas compte ;
- cette approche néglige les décisions essentielles que l'entreprise est amenée à prendre (investissement, financement,...).

Ces insuffisances ont fait que les praticiens eux-mêmes ont proposé le concept de la valeur de rendement<sup>2</sup>.

Dans cette approche, la valeur de l'entreprise est assimilable à un capital qui est placé à un certain taux de capitalisation, procure un revenu égal au montant du bénéfice de l'entreprise. Cette méthode appréhende l'entreprise à partir du résultat net et met l'accent sur les décisions prises<sup>3</sup>.

De même, le goodwill est un moyen de corriger les valeurs patrimoniales car il est évident que l'entreprise ne peut se réduire à la somme algébrique d'actifs et d'engagements<sup>4</sup>.

Le goodwill veut dire le surplus, en comptabilité. Il correspond à la différence entre le prix payé par un acheteur lors de l'acquisition d'une entreprise et l'actif net comptable de cette entreprise. Si les actifs sont bien utilisés, le goodwill pourra être calculé, mais si les actifs ne sont pas utilisés, alors on aura un badwill.

## **2- Les bases de la théorie de la valeur :**

La première idée a été proposée par I. Fisher en 1907, qui a mis en place les fondements de l'analyse de 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. Toutefois, aucun auteur avant J. B. Williams n'avait développé ce concept de manière aussi complète, tout particulièrement dans son application à la détermination de la valeur intrinsèque d'une action. Pour cet auteur, la valeur de n'importe quel actif (physique ou

---

<sup>1</sup> Hirigoyen. G et CABY. J, Op.cit, p9.

<sup>2</sup> Hirigoyen. J et CABY. J, Op.cit, p10.

<sup>3</sup> Hirigoyen. G et CABY. J, ibid., p10.

<sup>4</sup> Hirigoyen. G et CABY. J, ibid., p10.



## Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

financier) est donnée par la valeur présente de tous les flux financiers espérés que cet actif générera. Ce qui signifie que la valeur d'un actif dépend non pas du coût d'acquisition antérieur de celui-ci ou encore des bénéfices qu'il a pu procurer dans le passé, mais plutôt des consommations futures secrétées par l'actif. Cette technique d'évaluation n'est que le modèle d'actualisation des dividendes<sup>1</sup>.

Ce modèle a été critiqué par Graham et Dodd qui ont supposé que c'est une grave erreur d'imaginer que la valeur intrinsèque est aussi précise et facile à déterminer que les prix du marché. Ils ont défini la valeur intrinsèque comme étant la valeur justifiée par les faits, c'est-à-dire les actifs, les bénéfices, les dividendes et les perspectives claires.

Le problème du modèle d'actualisation des dividendes a été discuté par Durant (1957). Il observe que tous les revenus futurs sont incertains et que les revenus très éloignés n'ont qu'une faible valeur actuelle<sup>2</sup>.

Le modèle original de Fisher devrait être prolongé par Gordon et Shapiro (1956), que nous allons étudier leurs idées, leurs limites et leurs corrections dans la prochaine section. Ensuite le concept de la valeur s'est introduit au sein des théories de signalisation et d'agence, développées dans la 3<sup>e</sup> section, et à partir de cela on est passé de la création de la richesse à la création de la valeur.

---

<sup>1</sup> Hirigoyen. G et CABY. J, Op.cit, p11.

<sup>2</sup> Hirigoyen. G et CABY. J, ibid.

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

## Section 2 : les méthodes actuarielles d'évaluation :

L'évaluation de l'entreprise est un processus continu qui consiste à connaître si la stratégie de l'entreprise est dans la bonne voie ou pas. Sa démarche repose sur une méthode de travail rigoureuse dont les étapes nécessitent d'avoir une bonne connaissance sur l'entreprise, mettre ensuite une place aux prévisions et enfin analyser l'environnement.

Dans cette section, on va présenter les modèles d'évaluation de l'entreprise qui aident à identifier les principaux leviers de création de valeur.

### I - Discounted Dividend Model :

Les modèles d'évaluation traitent l'action comme un actif dont le prix est égal à la valeur des dividendes futurs actualisés à un certain taux. Ils permettent aussi de retrouver les hypothèses implicites dans le cours d'une action.

Les grands précurseurs de cette approche ont été Irving Fisher (1930), J.B. Williams (1938), N. Modovosky (1965) et les « papes » de l'analyse financière, à savoir Graham, Dodd et Cottle (1962).

L'approche fondamentale est d'essence très simple. Elle utilise la technique d'actualisation et d'analogie du calcul du rendement actuariel d'une action.

#### **1) Le modèle d'Irving Fisher (1930) :**

Irving Fisher est connu comme le père de l'économie mathématique en Amérique. Il a considéré que la valeur d'un bien (action, terre, immeuble, machine ...) est une source de revenus, et qu'elle est déterminée en actualisant les revenus anticipés.

Le modèle d'Irving Fisher suppose que la valeur d'une action correspond à la valeur actuelle des flux de dividendes à recevoir par l'actionnaire.

La valeur d'une action est la valeur actuelle des paiements successifs qu'espère recevoir son détenteur. En règle générale, cette série d'encaissement est constituée par les dividendes et par la vente du titre. Ainsi pour un actionnaire, la valeur d'une action qu'il achèterait aujourd'hui pour la revendre trois ans plus tard est égale à la valeur actuelle des trois dividendes successifs qu'il compte recevoir dans l'intervalle et du cours auquel il revendra son action dans trois ans. Ce qui se formalise ainsi<sup>1</sup> :

---

<sup>1</sup> Jacquillat. B, Solnik. B., 2002, « Marchés financiers : Gestion de portefeuille et des risques », Dunod 4<sup>e</sup> édition, France, p 151

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_3}{(1+K)^3} + \frac{P_3}{(1+K)^3} \dots (1)$$

Où les symboles ont la signification suivante :

- $P_0$  = valeur de l'action,
- $D_1, D_2, D_3$  = dividendes des années 1, 2, 3,
- $P_3$  = valeur de revente de l'action,
- $K$  = taux de rentabilité anticipé par le marché.

La valeur de l'action doit être égale à l'actualisation des flux des dividendes à perpétuité.

L'équation (1) devient donc :

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_3}{(1+K)^3} \dots + \frac{D_n}{(1+K)^n} \dots (2)$$

Et de manière plus générale<sup>1</sup> :

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+i)^t} \dots (3)$$

Avec :  $V_0$  = la valeur actuelle ;

$D_t$  = le dividende global versé en année  $t$  ;

$i$  = le taux d'actualisation correspondant au coût des fonds propres.

Ce modèle est resté limité parce qu'il suppose que les dividendes à un certain moment sont constants, alors que ce n'est pas vraie. Par contre, d'autres efforts de simplification ont permis de développer d'autres modèles plus accessibles et plus satisfaisants<sup>2</sup>.

## **2) le modèle de Gordon - Shapiro (1956) :**

Elaboré en 1956, il se base sur le modèle d'actualisation des dividendes. Ce modèle s'appuie sur le principe que le prix d'une action correspond à la somme des flux de

---

<sup>1</sup> Jacquillat. B, Solnik. B., Op.cit. p152.

<sup>2</sup> De La Chapelle. P., op.cit., p79

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

dividendes générés par l'entreprise actualisés au taux de rentabilité exigé par les actionnaires.

Gordon et Shapiro reprennent le modèle de Fisher en introduisant un certain nombre d'hypothèses qui permettent de valoriser une action et donc une société :

- Les dividendes augmentent à un taux constant, année après année (hypothèse de croissance perpétuelle des bénéfices).
- Le taux de distribution des bénéfices (Le pay - out ratio) est identique tous les ans.
- La période de distribution des dividendes est infinie si D est le dividende à recevoir.

Alors le cours de l'action peut être estimé ainsi<sup>1</sup> :

$$P_0 = D / r - g \quad \dots (4)$$

où :

$P_0$  = Prix de l'action au temps 0,

D = dividende attendu à la fin de l'année,

K = rentabilité exigée,

g = taux de croissance constante des dividendes.

Ce modèle est approprié si le taux de croissance du dividende est constant et si le taux de rendement exigé est supérieur aux taux de croissance des dividendes<sup>2</sup>, ce qui n'est pas forcément le cas dans la réalité, ce qui fait que le modèle de Gordon – Shapiro est resté limité parce que le taux de croissance des dividendes est croissant à une période donnée mais varie dans d'autres périodes.

### **3) Le modèle de Bates :**

Ce modèle repose sur le développement du modèle Gordon-Shapiro. Il permet d'évaluer une société en tenant compte des bénéfices futurs et du Pay-out et pas uniquement du dividende comme dans le modèle de Gordon-Shapiro. Il permet par ailleurs de diviser la période totale d'observation en sous périodes ce qui élimine ainsi le problème de constance des données inhérent au modèle de Gordon-Shapiro.

---

<sup>1</sup> Peyrard. J., 2000, « La bourse », Vuibert, 9<sup>e</sup> édition, Paris, p108.

<sup>2</sup> Peyrard. J, Op.cit, p109.

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

Le modèle de Bates peut être détaillé à partir des hypothèses de base suivantes<sup>1</sup> :

- Le dividende D est supposé croître (comme le bénéfice net dégagé au taux constant g)
- Le taux constant global (Pay-out avoir fiscal compris) et par conséquent constant.

La valeur actuelle à partir de ce modèle est représentée par l'équation suivante<sup>2</sup> :

$$VR_0 = \sum \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{VR_n}{(1+i)^n} \dots (5)$$

Avec :

$D_t$  : le dividende par action en période t, soit :

$$D_t = D_0 \times (1+g)^t \dots \dots \dots (6)$$

$VR_0$  : La valeur de rentabilité à l'instant 0.

$VR_n$  : La valeur de rentabilité en année n, soit :

$$VR_n = PER_n \times D_0 (1+g)_n \dots \dots \dots (7)$$

L'originalité et la réalité de la formule permettent de définir le Price Earning Ratio (PER) des secteurs. Ce ratio exprime le rapport cours/bénéfice net par action, ou valeur/Bénéfice net.

Sa fiscalité d'utilisation et ses hypothèses proches de la réalité font de ce modèle une méthode d'évaluation couramment utilisée par les professionnels.

## II- Le modèle d'évaluation des actifs financiers :

Selon la théorie financière moderne, l'entreprise est analysée dans ses relations avec l'équilibre générale du marché, elle n'est plus l'objet d'une seule analyse intrinsèque.

Un des principaux apports de la théorie financière moderne est d'avoir scientifiquement établie que la rentabilité dépendait du risque encourus. La valeur de l'action de l'entreprise est appréhendée à travers le portefeuille de valeurs mobilières dont elle fait partie. Pour apprécier la performance réalisée, il est donc indispensable de prendre en compte cette dernière idée. Différentes mesures de performance ont été proposées afin

<sup>1</sup> De La Chapelle. P, Op.cit., p81.

<sup>2</sup> De La Chapelle. P, ibid.

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

de mesurer la performance des portefeuilles, qui intègrent le risque. Elles sont pour les plus connues, fondées sur le modèle d'équilibre des actifs financiers (ou MEDAF)<sup>1</sup>.

## **1) Présentation du modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF):**

Le modèle d'équilibre des actifs financiers a été proposé par Harry Markovitz, spécialiste de la recherche opérationnelle, dans les années 1950. Selon Markovitz, l'investisseur rationnel qui cherche à maximiser l'espérance d'utilité procurée par les revenus de son portefeuille s'intéresse à la moyenne et à la variance de ce portefeuille, cette dernière étant liée à la loi de covariance moyenne. Cet investisseur (preneur de décision) n'est pas indifférent au risque, le seul critère de décision correcte est celui de l'espérance morale ou espérance mathématique de l'utilité des conséquences de ses actions<sup>2</sup>.

Le MEDAF est basé sur les hypothèses suivantes<sup>3</sup> :

- Les investisseurs sont averses au risque et cherchent toujours à maximiser l'utilité espérée de leur richesse en fin de période,
- Les investisseurs choisissent leurs portefeuilles en considérant les deux premiers moments de la distribution des rentabilités : l'espérance de rendement et la variance,
- Les investisseurs considèrent une seule période d'investissement et cette période est commune pour tous.
- Les investisseurs peuvent prêter et emprunter au taux sans risque sans limitation,
- L'information est accessible sans coût et disponible pour tous les investisseurs. Ces derniers font donc tous les mêmes prévisions d'espérance de rendement, de variance et de covariance pour tous les actifs,
- Les marchés sont parfaits : il n'y a pas de taxes, ni de coûts de transaction.

H. Markovitz affirme que si les marchés sont efficaces, il existe une relation linéaire entre le taux de rendement attendu d'une action et son degré de risque systématique.

Selon ce modèle, le taux de rentabilité attendu d'un titre  $i$ ,  $E(R_i)$  sur le marché financier peut s'exprimer de la façon suivante<sup>4</sup>:

---

<sup>1</sup> Charreaux. G. et Pitol-belin. J.P., 1990, « Le conseil d'administration », Editions Vuibert, Paris, p89.

<sup>2</sup> Peyrard. J, Op.cit. p111.

<sup>3</sup> Amenc. C., Le sourd. V., 2002, « Théorie du portefeuille et analyse de sa performance », Edition Economica, France, p 134

<sup>4</sup> Charreaux. G et.Pitol-belin. J-P, ibid.

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

$$E(R_i) = R_f + \beta_i + [E(R_m) - R_f] \dots (8)$$

Avec:

- $R_f$  = le taux de rentabilité d'un actif sans risque,
- $\beta_i$  = le coefficient de sensibilité représentant le risqué systématique non éliminable par diversification, égale au rapport de la covariance  $Cov(R_i, R_m)$  entre le taux de rentabilité du titre  $i$  et le taux de rentabilité du portefeuille de marché  $R_m$ , et la variance du taux de rentabilité du portefeuille du marché  $Var(R_m)$ .

$$\beta_i = cov(R_i, R_m) / var(R_m) \dots (9)$$

- $E(R_m)$  = le taux de rentabilité attendu du portefeuille représentatif du marché qui peut être appréhendé par exemple, à partir de l'indice boursier.

Le taux de rentabilité attendu apparait donc composé du taux sans risque augmenté d'une prime de risque qui dépend elle-même du risque systématique encouru, représenté par le  $\beta$  et de la prime de risque du marché égale à  $[E(R_m) - R_f]$ . On remarquera que sans ce modèle, seul le risque systématique est censé être rémunéré, puisqu'il n'est pas éliminable par diversification<sup>1</sup>.

Il est avantageux d'avoir un bêta de portefeuille élevé dans le cadre du MEDAF seulement lorsque la rentabilité attendue du marché est plus élevée que le taux sans risque. Si ce n'est pas le cas, il est facile de vérifier qu'un portefeuille de bêta faible a une performance plus élevée<sup>2</sup>.

Trois mesures de performance ont été proposées à la base du MEDAF : la mesure de Sharpe, la mesure de Treynor et la mesure de Jensen.

- La mesure de Sharpe :  $(R_i - R_f) / \delta_i$ , avec  $R_i$  le taux de rentabilité moyen sur la période étudiée et  $\delta_i$  l'écart type de ce même taux. On apprécie dans cette mesure la rentabilité en fonction du risque total mesuré par l'écart type.
- La mesure de Treynor :  $(R_i - R_f) / \beta_i$ . Dans cette mesure et conformément au MEDAF, la rentabilité est appréciée en fonction du seul risque systématique.

---

<sup>1</sup>Charreaux. G et Pitol-belin. J-P, ibid.

<sup>2</sup>Grandin. P., 1998, « Mesure de performance des fonds d'investissement : Méthodologie et résultat », Economica, Paris, p21.

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

- La mesure de Jensen :  $\alpha = R_i - R_f - \beta_i [R_m - R_f]$ . Elle exprime le supplément de rentabilité obtenue par rapport à ce qui était prévu par la relation fondamentale du MEDAF<sup>1</sup>.

De nombreuses études empiriques ont été réalisées pour tester le réalisme du MEDAF : M. Blume (1971 et 1975), F. Black, M. Jensen et M. Scholes (1972), R. Roll (1977) et plus récemment E. Fama et K. French (1992). Les résultats décevants de ces études montrent que la relation entre le beta et la rentabilité n'est pas vérifiée aux États-Unis. Ce qui ne signifie pas que le MEDAF est une théorie non-valide, mais pratiquement impossible à tester rigoureusement. R. Roll (1988) affirme que « *la théorie du MEDAF nécessite un véritable indice de marché qui soit efficient dans le sens de la théorie de H. Markovitz, c'est-à-dire d'avoir une variance minimum pour un rendement attendu* »<sup>2</sup>.

## 2) La critique de Roll :

Roll a remis en cause beaucoup d'utilisation du MEDAF et ses conclusions sont les suivantes<sup>3</sup> :

- Le seul test réel du MEDAF est de savoir si oui ou non le portefeuille de marché est efficient en termes de moyenne-variance. En effet si le portefeuille est efficient alors la relation est forcément respectée ;
- la rentabilité du « vrai » indice de marché n'est pas utilisée dans les tests empiriques du MEDAF et est impossible à mesurer. Un indice de marché, selon le MEDAF, devrait en effet contenir tous les actifs disponibles dans l'économie, c'est-à-dire l'immobilier, les matières premières, le capital humain, etc., et non pas seulement quelques actifs boursiers. Or Roll a montré que la valeur du bêta d'un titre ou portefeuille peut être très différente selon le choix fait concernant l'indice et ce même si les indices sont étroitement corrélés ;
- en conséquence, tous les tests du modèle ne sont que des tests joints, à la fois du modèle et de la qualité de l'estimation du portefeuille de marché.

Mayers et Rice contestent les deux dernières critiques de Roll en arguant du fait que beaucoup de phénomènes économiques ne sont pas mesurables au sens de la théorie, ce qui

---

<sup>1</sup>Charreaux. G et Pitol-belin. J-P, ibid.

<sup>2</sup>Hirigoyen.G, Caby. J, Op.cit., p20

<sup>3</sup>Grandin. P, Op.cit., p21-22



# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

n'empêche pas d'avoir des mesures approximatives et d'en tirer des conclusions. A titre d'exemple, les auteurs citent le cas de l'inflation qui n'est qu'imparfaitement mesurable.

De même, la plupart des modèles économiques testés supposent des hypothèses jointes et donc la critique du MEDAF de Roll est une critique générale de grand nombre d'études de sciences économiques et n'est pas spécifique au MEDAF.

Roll ajoute que le MEDAF considère que seul le risque systématique qui explique les rentabilités<sup>1</sup>.

### **3) L'hypothèse d'efficience des marchés financiers :**

Les tests effectués depuis l'article de Sharpe (1964), s'ils n'ont pas pour la plupart, rejettent l'hypothèse du MEDAF selon laquelle il y a une relation linéaire entre le rendement d'un titre et son coefficient bêta, ne permettent toutefois de conclure que ce modèle est le seul compatible avec les observations empiriques. D'autres hypothèses ne sont pas rejetées par les données boursières. Les études les plus récentes montrent notamment que la taille des sociétés mesurée par leur capitalisation boursière explique une partie importante de la rentabilité et ce facteur semble jouer un rôle plus important que le risque systématique<sup>2</sup>. Ce facteur soulève la question centrale de l'efficience des marchés.

*« P. Samuelson (1965) a fourni les fondements théoriques de l'hypothèse d'efficience des marchés mais, c'est à E. Fama qu'il revient d'avoir formulé de manière précise en 1965 la théorie de la marche au hasard des pris spéculatifs et d'avoir montré que le prix pratiqué pour un actif financier sur le marché efficient reflète, à tout moment, sa valeur intrinsèque. Selon la forme forte de l'hypothèse d'efficience, la maximisation de la valeur fondamentale de l'entreprise pour les actionnaires correspond à la maximisation de la valeur des actions de l'entreprise<sup>3</sup> ».* La valeur créée ou détruite pourra être estimée à partir de l'information disponible. Cette dernière ne reflète que les variations à court terme des cours et néglige les mouvements à long terme. En 1988, Fama et French réalisent des analyses statistiques de ces mouvements qui indiquent des corrélations négatives importantes des cours sur des périodes de trois à cinq ans.

---

<sup>1</sup> Grandin. P, Op.cit., p22

<sup>2</sup> Grandin. P, Op.cit., p22-23

<sup>3</sup> Hirigoyen.G, Caby. J, Op.cit., p22

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

En 1991, E. Fama précise que « *si l'on tient compte du niveau non négligeable des coûts d'information et de transaction, il est difficile d'affirmer que sur un marché efficient les prix reflètent toute l'information disponible*<sup>1</sup> ».

Parmi les autres facteurs avancés dans la littérature expliquant la rentabilité des titres, il semble que le Book-To-Market ratio – que nous allons développer dans la prochaine section, et qui est le rapport de la valeur comptable des fonds propres sur leur valeur boursière – joue un rôle important.

### III- Discounted Cash-flow Model:

La méthode d'évaluation de l'entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie est développée en 1990 par le cabinet Mc Kisney, en se basant sur les travaux académiques fondateurs de Markovitz, Sharpe, Modigliani et Miller, Gordon et Shapiro. Dans cette méthode, l'entreprise est considérée comme une entité dont la valeur correspond à la somme des valeurs actuelles des flux futurs, engendrés par son exploitation, actualisés à un taux approprié. Les Cash-Flows représentent le potentiel de création de valeur de l'entreprise car ils peuvent être réinjectés dans la société. Cette méthode permet de dégager la valeur économique de l'entreprise en faisant abstraction de ses dettes financières.

Les auteurs ayant développés ce modèle sont Copeland (1990), Koller (1994), Murrin (2000), Rappaport (1998), Stewart (1991) et Hackel et Livnant (1992).

Cette méthode s'appuie sur les critiques apportées aux méthodes traditionnelles d'évaluation tel le bénéfice net, qui est un mauvais indicateur de gestion dont la croissance n'est pas synonyme de rentabilité. Le vrai critère est celui du cash-flow qui mesure le flux de liquidité généré par l'entreprise. Le concept pertinent est celui du *cash-flow disponible* ou *free cash-flow* c'est-à-dire le cash-flow total après impôts et charges financières et investissements à la disposition des apporteurs de ressources financières : créanciers et actionnaires<sup>2</sup>.

Cette méthode constitue une des méthodes modernes les plus employées de détermination normative de la valeur actionnariale qui s'appuie sur le concept du *coût moyen pondéré (CMPC)* ou *Average Weighted Cost of Capital (WACC)* \*.

---

<sup>1</sup> Hirigoyen.G, Caby. J, ibid.

<sup>2</sup> Champarnaud. F., 2000, « Création de la valeur actionnariale et communication financière », Bulletin COB n° 346, p 49

\* Le CMPC représente la rentabilité exigée par l'ensemble des investisseurs pour un actif.

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

Pablo Fernandez (2003) a proposé dix méthodes d'évaluation à partir de l'actualisation des cash-flows disponibles. Selon lui trois éléments sont importants pour l'entreprise : le cash-flow initial, le coût du capital et les cash-flows à long terme<sup>1</sup>.

L'évaluation à partir des free cash flows se fait en quatre étapes<sup>2</sup> :

- la modélisation des flux de trésorerie attendus (Free cash flows ou NOPAT : Net Operating Profit After Taxes).
- L'estimation du taux d'actualisation ou coût moyen pondéré :

$$CMPC = k_{CP} [CP \setminus (D + CP)] + k_D [D \setminus (D + CP)] \dots (10)$$

Avec  $k_{CP}$ , le coût ou la rentabilité exigée sur les capitaux propres, et  $k_D$ , le coût ou la rentabilité exigée sur l'endettement,  $[CP \setminus (D + CP)]$  et  $k_D [D \setminus (D + CP)]$  représentent respectivement le poids des capitaux propres et de la dette dans la structure financière.

En présence d'un impôt sur les sociétés ( $T_{IS}$ ), le CMPC ajusté devient :

$$CMPC = k_{CP} [CP \setminus (D + CP)] + k_D (1 - T_{IS}) [D \setminus (D + CP)] \dots (11)$$

- L'estimation de la valeur terminale : Elle peut s'appréhender de deux manières. La première consiste à déterminer une rente perpétuelle à partir d'un flux de trésorerie normalisé, la seconde à appliquer un multiple aux résultats prévus la dernière année de l'horizon prévisionnel.
- Déterminer la valeur de l'entreprise : il s'agit donc de la somme des cash-flows actualisés et de la valeur terminale actualisée.

Les free cash flows ou cash-flows disponibles de l'entreprise correspondent donc aux flux de liquidité générés par l'exploitation indépendamment de toutes décisions financières. Ils sont donc évalués hors frais financiers et font l'hypothèse d'une entreprise intégralement financée par capitaux propres. Les flux seront déterminés de la façon suivante<sup>3</sup> :

---

<sup>1</sup> Fernandez. P., 2003, « Equivalence of ten different methods for valuing by cash flow discounting », IESE Business School, University of Navarra, Spain, p 3

<sup>2</sup> Dorbes. H., 2005, « les modèles de valorisation d'une PME », ACTING-Finances (Direction financière à temps partagé), France, p2

<sup>3</sup> Cherif. M, Dubreuil. S., 2005, « Création de valeur et capital-investissement », Pearson Education, France, Juillet, p10.

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

**Résultat d'exploitation** ou EBIT (Earning Before Interest & Taxes)

- Impôt corrigé
- = Résultat d'exploitation minoré de l'impôt corrigé (REMIC) ou NOPAT (Net Operating Profit After Tax).
- + Dotation aux amortissements.
- = Cash-flows d'exploitation (Gross Cash-Flows).
- Variation du besoin en fonds de roulement (BFR)
- Variation d'investissements
- = **Cash-flows disponibles pour l'entreprise (Free Cash-flows).**

L'impôt corrigé est obtenu en appliquant le taux d'IS sur le résultat d'exploitation. La variation du BFR indique le financement nécessaire du cycle d'exploitation, et la variation des investissements donne une information sur la volonté de maintenir l'outil de production. Le résultat représente les liquidités disponibles pour tous les bailleurs de fonds après dépense en investissement indispensables à la pérennité de l'activité. Cette méthode sépare les décisions d'investissement définies par le calcul des Cash-flows disponibles des décisions de financement qui se retrouvent dans le taux d'actualisation avec le coût du capital<sup>1</sup>.

Il faut donc actualiser les Cash-Flows à un taux au moins égal au coût du capital pour pouvoir évaluer le bénéfice supplémentaire par l'entreprise. La valeur de l'entreprise est donc égale à :

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1+t)_i} + \frac{FCF_n}{(1+t)_n} \dots (12)$$

Avec :

- $FCF_i$  = le flux de trésorerie libre relatif à l'année  $i$ ;
- $t$  = WACC (Weighted Average Cost of capital) ou CMPC (Coût moyen pondéré du capital utilisé en tant que taux d'actualisation)
- $n$  = le nombre d'année que correspond l'horizon de prévision.

<sup>1</sup> Cherif. M, Dubreuil. S, Op.cit, p10

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

-  $FCF_n$  = la valeur terminale de l'entreprise, c'est le Cash-Flow disponible de l'année n, de manière à tenir compte du prix de marché. Il va être calculé en tenant compte d'un P/E (n) théorique déterminé en fonction des références et des prévisions actuelles du secteur:

$$FCF_n = P/E_n E_n \dots (13)$$

Avec : - P/E (n) : le Price Earning ratio du marché anticipé en n ;  
- E (n) : le bénéfice anticipé en n de la société considéré.

Avec cette méthode, l'évaluateur pourra jeter un coup d'œil sur l'avenir de l'entreprise, sur l'évolution de sa position concurrentielle et sur la tendance du marché dans lequel elle opère parce que cette méthode tient compte des spécificités propres à l'entreprise (risque lié à l'activité, perspectives de croissance, dépenses d'investissement...).

La DCF est une méthode très utilisée actuellement car elle repose sur une idée simple : une entreprise n'a de valeur que si, un jour, elle rapporte de l'argent.

Malgré ces avantages, cette méthode reste difficile dans son application parce que l'estimation du taux d'actualisation est délicate pour les raisons suivantes :

- Le coût des fonds propres est déterminé sur base de données passées et non futures ;
- la pondération entre l'endettement financier et les capitaux propres n'est guère aisée vu la difficulté d'appréhender une structure de financement optimale pour l'entreprise.

En plus de ça, l'information qui circule dans l'entreprise est souvent limitée surtout pour l'analyse externe ou l'acquéreur potentiel. Cette méthode repose sur des données prévisionnelles.

A cause de ces limites, le calcul de la valeur terminale est lui aussi délicat.

D'autres évaluateurs privilégient la méthode des Cash-Flows pour l'actionnaire. Ils sont obtenus en soustrayant des FCF les intérêts après impôts et les remboursements nets. Les remboursements nets constituent la différence entre les remboursements d'emprunts et la souscription de nouveaux emprunts, ce flux représente, après des paiements nécessaires aux remboursements des dettes, aux investissements, aux financements du BFR, les

## Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

montants qui peuvent être alloués pour payer des dividendes ou procéder à des rachats d'actions<sup>1</sup>.

### **Free Cash-flows**

- Charges d'intérêt nettes d'impôts
- Remboursement des emprunts
- + Nouveaux emprunts
- = **Cash-flows pour l'actionnaire (ECF)**

L'évaluation de l'entreprise peut se calculer de différentes raisons : estimer le prix de l'entreprise dans les opérations d'achats ou de ventes, valoriser l'action et justifier le prix au public. Comparer les entreprises d'un même secteur... etc. Pour notre étude l'évaluation d'une entreprise ou d'une affaire est importante pour quantifier la valeur créée, et identifier les principaux leviers de création de valeur.

---

<sup>1</sup> Cherif. M, Dubreuil. S, Op.cit, P10.

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

## Section 3 : les fondements théoriques de la création de valeur :

L'objectif de la finance moderne est l'optimisation des décisions financières, alors que l'objectif de la théorie microéconomique traditionnelle est de maximiser le profit où les recettes d'une unité de produit supplémentaire couvrent les frais engagés pour fabriquer cette unité produite.

Ce principe a été critiqué parce que la fonction du chef d'entreprise ne se limite pas au profit et à la séparation entre propriété et gérance, donnant lieu à un certain nombre de solutions de remplacement formulées aux cours des dernières années, au rang desquelles le principe de la maximisation de la valeur. Ce principe qui en réalité n'est pas fondamentalement différent du précédent, fait sien les hypothèses d'efficience informationnelle, d'absence des coûts transactionnels et de rationalité illimitée des décideurs, et l'entreprise y est perçue comme une boîte noire dans un contexte de marché financier.

Le principe de la maximisation de la valeur a changé : l'entreprise a été transformée à une entité de type contractuel, en arrivant à une organisation partenariale, parallèlement sa valeur correspondu au profit, à la valeur actionnariale et enfin à la valeur partenariale.

### I- Création de valeur et théories des organisations :

Les organisations possèdent des outils permettant l'élaboration de stratégies créatrices de valeur.

Les mesures de création de richesse dans les sociétés ont été fondées par la pensée microéconomique classique. Il s'agit de trouver des moyens de mesure permettant de s'assurer que l'investissement rapporte plus qu'il ne coûte. Cette théorie classique ne permet pas de systématisation du processus de création de valeur par les firmes dont les raisons sont<sup>1</sup> :

- les managers possèdent une rationalité limitée et peuvent donc commettre des erreurs.
- Ils peuvent choisir des stratégies sous-optimales pour l'organisation mais optimales quant à leurs objectifs personnels.

---

<sup>1</sup> Arregle. J-L et al., 2000, « Les nouvelles approches de la gestion des organisations », Editions Economica, Paris, p20

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

La théorie néo-classique de la firme (Les travaux de Coase, Williamson, Jensen, Alchian, Densetz...) est venue pour répondre aux limites de la théorie classique. Elle permet de comprendre le comportement actuel des organisations<sup>1</sup>.

D'après le modèle économique classique, le meilleur des mondes (en termes d'accroissement de richesse et/ou d'utilité) est assuré par l'intermédiaire d'une institution merveilleuse : le marché. Ce dernier ne peut fonctionner correctement que sous certaines hypothèses<sup>2</sup> :

- Les individus doivent être indépendants, libres, rationnels ;
- La propriété doit être privée afin de limiter les abus et le règne de la force ;
- La concurrence doit être pure et parfaite.

Le monde réel est loin de ressembler au modèle théorique. C'est pour cela certains chercheurs ont tenté de relâcher certaines hypothèses dont le but de mieux appréhender la réalité.

## **1- Le postulat de base sur les individus :**

### **a- Maximisation des utilités**<sup>3</sup> :

Les individus doivent être autonomes (libres et indépendant), ils sont rationnels.

L'omo-economicus utilise le marché afin de répartir les ressources rares qui sont affectées par ceux qui en tireront le meilleur bénéfice.

En effet, les individus vont s'échanger non seulement des biens mais surtout des droits (droit d'utiliser les biens, droit de les vendre, de les détruire, d'en user ou d'en abuser). Dès l'or, pour éviter l'exploitation des désirs et les conflits qui pourrait s'ensuivre (si un individu désire maximiser son utilité il pourrait voler au lieu d'acheter), l'omo-economicus et le marché ont besoin d'une règle de comportement. Cette règle est le droit de propriété. Le domaine de l'économie se situe alors dans le champ des transactions, des contrats et non plus uniquement dans celui de l'échange. Malgré ça, ce modèle n'est pas constaté dans la réalité.

---

<sup>1</sup> Arregle. J-L et al, Op.cit., p21.

<sup>2</sup> Arregle. J-L et al, Ibid.

<sup>3</sup> Arregle. J-L et al, Op.cit., p21, 22



# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

## b- Individu opportuniste et rationalité limitée<sup>1</sup> :

Dans le cadre de cette pensée, l'avenir est certain, l'information des acteurs est totale et ces derniers peuvent la traiter sans risque d'erreur. Ce cadre restrictif montre la supériorité du marché et de la libre concurrence comme mode de la régulation économique. Les individus vont donc soit raisonner à partir d'un ensemble limité d'informations soit utiliser des outils de réflexion limités.

Par ailleurs, l'information et son traitement n'étaient pas gratuits, les détenteurs de cette dernière peuvent l'utiliser à leur avantage. Ils demeurent rationnels et ils maximisent prioritairement leurs propres intérêts. Ceci a conduit les théoriciens à développer la théorie des mandats ou d'agence pour pouvoir contrôler les dirigeants.

## 2- Théorie managériale et thèse d'autonomie de la firme :

Les auteurs de la théorie managériale pensent que, dans le cas des grandes sociétés par actions, les dirigeants échappent au contrôle des actionnaires et gèrent dans leur propre intérêt, ce qui entraînerait une dégradation de la performance économique de ce type de firme. Le rôle de contrôle du conseil d'administration devient quasiment nul, les administrateurs externes sont choisis par les dirigeants, ils ont un rôle passif qui se limite à apporter une vision plus large et à contribuer par leur image personnelle au prestige de la firme. En aucun cas, ils n'ont le pouvoir suffisant pour s'opposer aux dirigeants et protéger les intérêts des actionnaires<sup>2</sup>.

Pour Berle et Means (1932), le développement des grandes sociétés par actions et la séparation dans ce type de société des fonctions de propriété et de décision entraîne les conséquences suivantes : une gestion qui se fait au détriment des actionnaires, la recherche de la croissance afin de satisfaire l'objectif de prestige des dirigeants, une plus grande centralisation et une perte d'efficacité pour l'économie considérée dans son ensemble<sup>3</sup>.

Herman (1981) a conclu que dans les grandes sociétés cotées, le rôle des administrateurs externes serait essentiellement passif et ne deviendrait actif qu'en cas de crise grave. L'intérêt de ces administrateurs est de se mettre au service des dirigeants, car ils sont

---

<sup>1</sup> Arregle. J-L et al, Ibid.

<sup>2</sup> Charreaux. G et Pitol-belin. J-P, Op.cit., p43-44

<sup>3</sup> Charreaux. G et Pitol-belin. J-P, Op.cit., p44

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

sélectionnés par ces derniers et dépendent d'eux parce qu'ils n'ont qu'une connaissance très relative de l'entreprise<sup>1</sup>.

### **3- Théorie de l'agence et création de la valeur :**

La théorie managériale s'intéresse principalement aux grandes sociétés par actions et suppose que le conseil d'administration est subordonné aux dirigeants ainsi que la firme est autonome. La théorie de l'agence en s'appuyant sur le raisonnement économique et l'argument d'efficacité, modifie cette vision du conseil d'administration en contribuant à mieux comprendre son rôle<sup>2</sup>.

Il revient à Adam Smith (1776) d'avoir soulevé les problèmes posés par la relation d'agence. Pour Adam Smith, les grandes sociétés par actions qui venaient de faire leur apparition, constituaient une forme moins efficace d'organisation économique, du fait de la séparation entre les dirigeants et les propriétaires<sup>3</sup>.

Par la suite, on doit à Berle et Means (1932) d'avoir parier que le capitalisme deviendrait moins efficace à cause de l'émergence d'une nouvelle forme de propriété, caractérisée par la séparation des organes chargés des fonctions de propriété et de direction et illustrée par le développement des grandes sociétés par actions<sup>4</sup>.

La théorie de l'agence développée notamment par M. Jensen et W.Meckling (1976) s'intéresse à la relation actionnaire-dirigeant et la définit comme un contrat par lequel une ou plusieurs personnes appelées « le principale » ou « mandant » engage une autre personne, appelée « l'agent » ou « mandataire », pour exécuter en leur nom une tâche quelconque qui implique de déléguer un certain pouvoir de décision à l'agent, c'est le cas lorsque les actionnaires (le principal) confient à un manager (l'agent) la gestion courante de l'activité de l'entreprise. Ces actionnaires ont peur que les dirigeants visent d'autres objectifs que la maximisation de la valeur des capitaux propres.

Aussi selon Charreaux, la théorie de l'agence repose sur deux hypothèses fondamentales : 1\ tous les individus sont supposés agir de façon à maximiser leur fonction

---

<sup>1</sup> G.Charreau et J-P.Pitol-belin, Ibid.

<sup>2</sup> Charreaux. G et Pitol-belin. J-P, Op.cit., p45

<sup>3</sup> Badot. O., 1997, « Théorie de l'entreprise agile », Edition l'Harmattan, Paris, p21

<sup>4</sup> Badot. O, Op.cit., p22

## Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

d'utilité et 2) ils sont capables d'anticiper rationnellement et sans biais l'incidence des relations d'agence sur la valeur future du patrimoine<sup>1</sup>.

Cette théorie s'intéresse aux conséquences des problèmes soulevés par la gestion de la relation d'agence. Ces problèmes apparaissent : 1) s'il y a divergence d'intérêts entre principal et agent, 2) si l'incertitude s'accompagne d'une asymétrie informationnelle entre principal et agent et d'une imparfaite observabilité des efforts de l'agent, et 3) si les contrats comportent des coûts d'établissement et d'exécution<sup>2</sup>.

La différence d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants et leur espérance de perte, fait appel à des coûts qui sont appelés « coûts d'agence » dont l'objectif est de maximiser la valeur actionnariale. Ces coûts sont : 1) des coûts de surveillance (coûts explicites) supportés par le principal pour tenter de limiter le comportement opportuniste des agents ; 2) des pertes résiduelles (coûts d'opportunités) supportés par le principal, suite à la divergence d'intérêts avec l'agent (ou vice versa) et 3) des coûts d'obligation, supportés par l'agent (afin de mettre le principal en confiance)<sup>3</sup>.

Selon Jensen et Meckling (1976)<sup>4</sup>, en cas de coûts d'agence croissants, il devrait y avoir une structure financière optimale à choisir (développée dans le 2<sup>ème</sup> chapitre), car elle permettrait de maîtriser les coûts de faillite, aussi bien dans un univers sans impôts que dans un univers avec impôts.

*« Jensen (1993) distingue quatre forces venant atténuer les divergences d'intérêts entre principal et agent : le contrôle interne (conseil d'administration, mode de rémunération, marché du travail), le marché des biens et des services, les organismes de contrôle et de régulation des marchés financiers, le marché financiers et le marché des fusions-acquisitions »*<sup>5</sup>.

Pour Klein (1983), l'organisation est devenue un nœud de contrats enchâssée dans des réseaux informels de transactions fondées sur la notion de confiance<sup>6</sup>.

Williamson (1990) propose de substituer au terme de contrat, celui de « traité » ; compte tenu de la signification de ce terme en français, le terme d' « accord » lui semble

---

<sup>1</sup> Badot. O, Op.cit., p23

<sup>2</sup> Charreaux. G et Pitol-belin, Ibid.

<sup>3</sup> Badot. O, Op.cit., p24

<sup>4</sup> Jensen. M.C., Meckling. W.H., 1976, « Theory of firm : Managerial behavior agency costs and ownership structure », Journal of Financial Economics, vol3, October, pp 305 – 360

<sup>5</sup> Fadil. N., 2005, « Introduction en bourse, conduite et performance des moyennes entreprises françaises : Une étude empirique », Cahier de recherche n°22, Ecole de management de Normandie, p5

<sup>6</sup> Badot. O, Op.cit., p25

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

préférable. Charreaux (1999)<sup>1</sup> affirme que nous devons conformer à la tradition en continuant à utiliser le terme de contrat.

Pour Gardien et Rousseau (1991), si la théorie de l'agence reste d'actualité c'est qu'elle ne répond pas uniquement des conflits liés à une maximisation individuelle mais ouvre des perspectives d'arbitrage équitable entre les différents acteurs de la gestion de la firme<sup>2</sup>.

## **4-L'asymétrie informationnelle et création de valeur:**

*« La théorie du signal vise à analyser les mécanismes de fonctionnement des marchés financiers, sachant qu'il existe des problèmes d'asymétrie d'information entre principal et agent. Elle a pour objet d'expliquer les variations de cours grâce aux signaux émis par les dirigeants à travers leurs décisions stratégiques et leur politique financière »<sup>3</sup>.* L'asymétrie d'information et le différentiel du pouvoir sont créés lorsque l'accès à cette information devient difficile surtout quand il s'agit d'une information complexe ou déroutante<sup>4</sup>.

La théorie des signaux suppose que les dirigeants détiennent des informations sur l'entreprise plus que les investisseurs dans cette entreprise et ils savent dans quel état se situe l'entreprise. Dans cet optique tout signal émis par les dirigeants de l'entreprise tendant à faire croire que les flux sont meilleurs que prévu et que le risque sera moindre permettra une création de valeur pour l'investisseur à condition que ce signal soit exact.

Le manque d'information chez les actionnaires est soit "endogène" lorsqu'elle est liée à la performance des entreprises, soit "exogène" au sens où elle est diffusée à partir de la firme. Ross (1977) et Leland et Pyles (1984) affirment que dans le cas d'une asymétrie d'information exogène (donnée), les managers sont plus informés et seront opportunistes ou altruistes, au sens où ils profiteraient, ou pas, de cette situation pour tromper les actionnaires. Les managers performants et altruistes émettent des signaux (couteux et crédibles) afin de réduire le potentiel existant de sélection adverse\*, à condition

---

<sup>1</sup> Charreaux. G., 1999, « La théorie positive de l'agence : Lecture et relecture », Edition Economica, Paris, p77

<sup>2</sup> Badot. O, Op.cit., p27

<sup>3</sup> Fadil. N, Op.cit., p6

<sup>4</sup> Poincelot. E., 1997, « Information asymétrique et choix financiers: Une note critique », FINECO, Vol 7, P83

\*On peut distinguer deux situations d'information asymétrique : d'une part la *sélection adverse* ou l'*antisélection*, où le marché est perturbé par le fait que les dirigeants aient l'information et d'autre part, l'*aléa moral* qui est une situation dans laquelle les actionnaires ne peuvent contrôler l'action des dirigeants ou bien n'ont pas les moyens d'en évaluer l'opportunité.

## Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

que ces signaux soient inimitables par les managers opportunistes non performants. Selon Mayers et Majluf (1984), les managers les plus informés, qu'ils soient performants ou pas, sont tous opportunistes en prenant les décisions financières souhaitées par les actionnaires non informés, mais si ces derniers déduisent de l'information, alors les managers performants éviteront les décisions pour lesquelles un équilibre séparateur ne serait pas atteint. Concernant l'information dissuasive (endogène), elle est créée par le manager pour les raisons suivantes : 1) empêcher l'entrée des managers concurrents, 2) faciliter l'extraction des ventes en déduisant les contrôles tant internes qu'externes, et 3) soutenir sa stratégie d'incrustation dans la firme via le "différentiel de pouvoir" fourni par l'information<sup>1</sup>.

*« Un nouveau manager d'une firme performante est incité d'abord à réduire l'asymétrie d'information afin de révéler sa compétence (La phase de signalisation). Suit la phase de consolidation où il est incité à signaler sa performance auprès des actionnaires, avant que débute la phase de consommation, ou d'incrustation, où il est incité à réduire l'information, donc à augmenter l'asymétrie »<sup>2</sup>.*

En ce qui concerne l'endettement qui est un signal fort sur le rendement anticipé et sur le risque, le dirigeant s'endette pour financer un projet risqué, mais il ne peut pas recourir à l'endettement s'il sait qu'il ne pourra pas honorer ses engagements<sup>3</sup>. Par ailleurs, l'annonce d'une augmentation de capital conduit à la plus part du temps à une baisse des cours d'action. S'il y a augmentation du capital importune, l'investisseur se déduira que les dirigeants pensent que le cours boursier est sur évalué et que c'est fort de cela que les actionnaires actuels acceptent l'augmentation du capital.

En revanche l'annonce d'une émission de dette n'a pas d'impact significatif sur la valeur de l'action et par la suite sur la valeur de l'entreprise. Dès lors, la possession d'une meilleur information conduit à un problème celui du contrôle de propriété et donc de la richesse générée au sein de l'entreprise par les actionnaires et les dirigeants.

De même, la politique de dividende (développée dans le 2<sup>ème</sup> chapitre) peut être interprétée comme mode de résolution de ces conflits. Rozeff (1982) justifie l'existence de la politique de distribution des dividendes comme moyen de discipliner les dirigeants afin de

---

<sup>1</sup> Poincelot. E, Op.cit, p84

<sup>2</sup> Poincelot. E, Op.cit, p85

<sup>3</sup> Ross. S., 1977, « The determinants of financial structure: the incentive signaling approach », Belle Journal of Economics, Vol 8, p23 – 40

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

maximiser la valeur pour les actionnaires<sup>1</sup>. Il faut donc construire un cadre qui permet de réaliser les objectifs des dirigeants et surtout des actionnaires tout en évitant le gaspillage et surtout en restituant la réalité économique de l'entreprise afin de diffuser aux dirigeants et surtout aux actionnaires les données réelles pour leur permettre de gérer leur portefeuille de manière optimum.

## II- Les mutations de la sphère économique financière :

### 1- Le comportement des indicateurs financiers de la performance :

Au début des années 1980, les entreprises ont été basées sur la croissance du chiffre d'affaire et surtout du résultat net. Jusqu'au milieu des années 1980, l'entreprise fondait essentiellement sur le résultat net ou le bénéfice par action (BPA). Par la suite nous avons découvert le raisonnement en termes de rentabilité des capitaux propres (l'efficacité qui rapporte les résultats dégagés aux capitaux mobilisés pour les atteindre).

Mais la rentabilité dégagée est un critère insuffisant en matière de valeur parce qu'elle ne prend pas en considération la notion de risque. Elle doit être rapportée au coût des capitaux employés pour mesurer si la valeur a été créée (rentabilité de l'actif économique supérieur au coût des capitaux employés) ou détruite (rentabilité de l'actif économique inférieur au coût des capitaux employés).

Dans la théorie financière traditionnelle, la mesure de la valeur créée est liée à la résolution du problème de l'allocation optimale des capitaux, autrement dit, du choix des investissements. Il s'agit de construire des règles de décision permettant de choisir les investissements de façon à maximiser la valeur de la firme.

Pour les aider à choisir des investissements, les dirigeants peuvent faire appel à la règle de la Valeur Actualisée Nette (VAN) selon laquelle une entreprise qui investit dans des projets dont la VAN est positive créera de la valeur. Cependant, l'utilisation de tels indicateurs pour évaluer les performances peut amener les dirigeants à suivre une politique d'investissement non-conforme aux souhaits des actionnaires.

En effet, c'est les années 1990 qui ont traduit cette nouvelle pensée en termes de création de valeur.

Du côté de la gestion des entreprises, la prise en compte du coût global des fonds propres dans les critères de gestion constitue également une donnée durable.

---

<sup>1</sup> Fadil. N, Ibid.

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

Le calcul économique change de nature dès lors qu'on est passé d'un univers où les fonds propres avaient un coût faible ou aléatoire (les dividendes) à celui où il représente la ressource la plus coûteuse.

Les années 2000 font la part belle aux indicateurs de création de valeur qui laisse imaginer que les actionnaires souhaitent avoir une idée précise de leur rendement global, dans un contexte risqué et volatile.

## **2- La signification du concept de la création de valeur dans l'entreprise :**

Il s'est avéré que le bénéfice net comptable passé et actuel est jugé insuffisant pour mesurer la valeur d'une entreprise parce qu'il est la résultante de données comptables non représentatives de la réalité économique d'une part, et qu'il peut masquer une insuffisance d'investissements matériels ou immatériels générateurs de productivité, d'innovation et de valeur d'autre part. Dès lors, certains analystes et praticiens ont cherché à développer cette idée où l'objectif était de trouver les indicateurs pertinents qui tiennent compte notamment du risque, de la croissance et de la pérennité des résultats et qui traînent les données comptables non-conforme à la réalité économique. C'est là où s'est apparue l'idée de « création de valeur ».

### **a- Définition de la création de la valeur :**

En quelques années, le thème de la création de valeur s'est acquis une place centrale dans les préoccupations des entreprises ou leurs dirigeants. L'efficacité des pressions que peuvent exercer les actionnaires mécontents, traduit une nouvelle contrainte pour les entreprises, dans la mesure où la rémunération des capitaux propres n'est plus considérée comme un revenu résiduel mais un impératif fondamental.

La création de valeur est un système intégral de gestion de l'entreprise. Elle imprègne tous les aspects de l'entreprise depuis sa mesure de performance jusqu'à ses systèmes de rémunération, en passant par ses prises de décisions stratégiques et opérationnelles. Elle intéresse toutes les fonctions, non seulement la direction générale ou la direction financière, mais aussi toutes les autres directions fonctionnelles et surtout toutes les directions opérationnelles. Elle a vocation à être profondément décentralisée.

Grâce au Profit Economique, la création de valeur donne une vision souvent radicalement différente et toujours extrêmement féconde des performances de l'entreprise.

## Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

Elle entraîne une forte cohésion de tous les partenaires de l'entreprise : salariés, clients, fournisseurs, actionnaires et dirigeants, autour d'un langage commun. Elle assure le succès de la communication financière vis-à-vis des analystes et celui de la recherche de nouveaux fonds auprès des investisseurs. Avec la création de valeur, l'entreprise gagne ; ses dirigeants et salariés aussi<sup>1</sup>.

Pour l'actionnaire, la valeur représente avant tout un espoir de gain supplémentaire, un surdividende en quelque sorte directement appropriable par lui. L'entreprise ne crée de la valeur pour ses actionnaires qu'après prise en compte du coût des capitaux propres<sup>2</sup>.

Selon Pablo Fernández (2001)<sup>3</sup>, une entreprise crée de la valeur pour les actionnaires lorsque le rendement des actionnaires est supérieur au coût d'actions (le rendement requis du capital). En d'autres termes, une société crée de la valeur en un an, quand il dépasse les attentes.

### *b- Les moyens de création de valeur :*

De nombreuses recherches menées dans ce domaine ont été destinées à mettre en évidence les leviers de la création de valeur au sein de l'entreprise. On distingue deux types principaux de leviers, les leviers stratégiques, d'une part, et les leviers financiers, d'autre part.

#### **b-1 : Les leviers stratégiques :**

##### *b-1-1 : L'avantage concurrentiel :*

La modélisation d'A. Rappaport (1987) met le lien entre l'avantage concurrentiel et la création de valeur fondée sur les travaux de Porter (1986)<sup>4</sup>. Cette modélisation montre non seulement que la création de valeur résulte directement des choix stratégiques de l'entreprise (attrait du secteur, position concurrentielle, avantage concurrentiel privilégié), mais aussi que des leviers de création de valeur (taux de croissance du chiffre d'affaires, marge opérationnelle, investissement en BFR, investissement en immobilisations, coût du capital) peuvent être activés afin d'optimiser la gestion de l'entreprise. En effet, les flux de cash-flow générés par l'entreprise dépendent de la qualité de l'utilisation de ces leviers,

---

<sup>1</sup> Bogliolo. F., 2000, « La création de valeur », Editions D'organisation, France.

<sup>2</sup> Jaunet. P., 2002, « La création de valeur: Approche financière ou managériale? », Penser l'entreprise, N°3, Janvier.

<sup>3</sup> Fernández. P., 2001, « A Definition of Shareholder Value Creation », IESE Business School, Madrid, Spain, April 26, p6

<sup>4</sup> Hirigoyen. G et Caby. J., 2001, « La création de valeur de l'entreprise », Editions Economica, 2<sup>ème</sup> édition, Paris, p 33



## Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

indépendamment de la nature de l'avantage concurrentiel. Ainsi, la création de valeur peut devenir un guide pour les choix des secteurs d'activités à recommander, des politiques fonctionnelles à optimiser, et des positions et des avantages concurrentiels à rechercher<sup>1</sup>.

### b-1-2 : Les opérations de croissance interne<sup>2</sup> :

Plusieurs recherches ont prouvé que la valeur de marché de l'entreprise est favorablement influencée par les investissements en immobilisations, les dépenses en recherche et développement et de façon générale, par des investissements de nature stratégique.

Il convient de rappeler qu'en certaines circonstances l'application stricte de critères financiers, comme la valeur actuelle des cash-flows, peut mener au rejet de projets ayant une grande valeur stratégique. Certains projets doivent donc être évalués non seulement selon leur taux de rendement au regard du coût du capital mais aussi selon les coûts et les risques stratégiques auxquels s'expose l'entreprise si elle n'effectue pas de tels investissements.

### b-1-3 : Les opérations de croissance externe<sup>3</sup> :

Concernant les décisions d'acquisition, elles constituent un champ d'étude par excellence pour une appréciation de l'efficacité de décisions stratégiques en termes de création ou de destruction de valeur. En effet, les acquisitions n'ont de signification que parce qu'elles permettent la conquête de parts de marché et la création de synergies, c'est-à-dire l'amélioration des résultats des activités existantes ou acquises. Il est de ce fait normal que de très nombreuses études aient cherché à valider empiriquement le lien existant entre les stratégies mises en œuvre et la performance.

Les résultats obtenus au cours de ces dernières années montrent que les performances anormales réalisées par les sociétés acquéreuses varient entre le négatif et le faiblement positif. Dans tous les cas, même lorsqu'elles sont positives, elles sont très nettement inférieures à celles réalisées par les cibles. Autrement dit, les performances anormales réalisées tendent à indiquer que la stratégie d'acquisition profite davantage aux actionnaires de la société cible pour lesquels elle crée de la valeur qu'à ceux de la société acquéreuse. Les résultats les plus embarrassants sont toutefois ceux de Roll (1986), Fowler et Schmidt (1989), et Sudarsanam, Holl et Salami (1993) qui attestent d'une anticipation de synergies

---

<sup>1</sup> Hirigoyen. G et Caby. J, Op.cit, p 24

<sup>2</sup> Hirigoyen. G et Caby. J, Ibid.

<sup>3</sup> Hirigoyen. G et Caby. J, p24 - 25

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

négatives, le plus souvent accompagnées, du fait des primes offertes, d'un transfert de richesse au détriment des actionnaires des entreprises acquéreuses.

## **b-2 : Les leviers financiers<sup>1</sup> :**

De nombreux types de leviers financiers existent pour accroître la valeur actionnariale. Parmi ceux-ci on peut retenir : les offres publiques de rachat d'actions et la gestion des risques des prix financiers.

### b-2-1 : les rachats d'actions :

Les opérations de rachats d'actions par les sociétés sont des opérations très courantes aux Etats-Unis et au Royaume-Uni et qui tendent à s'amplifier en Europe Continentale, notamment en France, depuis que le souci de la valeur actionnariale trouve un écho chez les dirigeants. L'offre publique de rachat de leurs propres actions par les sociétés est un élément intéressant de la stratégie financière de certains groupes industriels. Elle est à la source d'une importante flexibilité recherchée par les dirigeants pour établir une structure rationnelle du capital permettant l'accroissement de la valeur actionnariale. Le principal objectif de la stratégie de rachat est de déterminer la taille et la formation du capital pour maximiser l'intérêt à long terme des actionnaires mesuré par la richesse (valeur de l'action sur le marché) et par la rentabilité (dividende par action).

### b-2-2 : La gestion des risques des prix financiers :

La gestion des risques des prix financiers permet d'accroître la valeur actionnariale. Les prix financiers sont définis par Smithson, Smith et Wilford (1995) comme étant les taux d'intérêt, les prix des devises et les prix des matières premières. Les entreprises consacrent des efforts à développer des stratégies d'immunisation des risques. Ces efforts restent cependant encore limités. Pourtant, bon nombre d'auteurs montrent clairement qu'une stratégie d'immunisation des risques permet de maximiser la valeur actionnariale.

L'entreprise peut utiliser des moyens "comptabilisables" pour gérer les risques des prix financiers. Ainsi, pour le risque de change, elle peut réaliser des emprunts dans la devise du client ou encore délocaliser des unités de production à l'étranger. Une autre solution consiste à utiliser des instruments "hors-bilan" : options, contrats à terme bancaires et contrats à terme boursiers.

Cette gestion du risque se fait par un processus d'arbitrage entre les coûts des outils, les politiques de réduction des risques et les bénéfices que cela rapporte en termes de coût

---

<sup>1</sup> Hirigoyen. G et Caby. J, Op.cit, p 25 - 26

## Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

d'opportunité. La gestion des risques permet de réduire la volatilité des cash-flows (avant impôts) et, en conséquence, la volatilité de la valeur de l'entreprise. Cette gestion permet aussi de limiter la probabilité du risque de défaillance. La question qui se pose est toutefois celle de savoir comment la couverture des risques a un impact sur les cash-flows réels d'une entreprise.

La gestion des risques permet d'accroître la valeur de la richesse des actionnaires en évitant les coûts de faillite. Lorsqu'une entreprise est détenue par des propriétaires ne disposant pas d'un portefeuille d'investissements diversifiés (propriétaire unique, petite entreprise familiale ...), la gestion des risques permet d'accroître la valeur de l'entreprise, pour ces propriétaires, par la réduction du risque spécifique.

### *c- La mesure de la création de valeur :*

Au cours des deux dernières décennies, les cabinets de conseil, notamment le Boston Consulting Group et Stern, Stewart & Co, ont rivalisé d'imagination dans le développement d'outils de calcul de la valeur créée. Ces différents modèles peuvent se classer en deux catégories. Ceux qui constituent des mesures internes de la performance et confrontent une mesure de la rentabilité de la société à son coût du capital (EVA, CFROI, CVA). Ceux qui sont des mesures externes de la performance et se fondent sur l'évolution de la capitalisation boursière de la société (MVA, TSR, M\B Ratio). Ils reposent sur l'hypothèse d'efficience des marchés boursiers, qui conduit à considérer que la capitalisation boursière représente une bonne estimation de la valeur créée.

### ***c-1 : Les indicateurs de gestion (Les mesures internes de la création de valeur) :***

#### *c-1-1 : la valeur ajoutée économique (EVA) :*

L'EVA se définit comme le surplus obtenu après rémunération de tous les apporteurs de fonds, dettes et capitaux propres. Elle est égale à la différence entre le résultat opérationnel après impôts (NOPAT : Net Operating Profit After Tax) et la rémunération de la totalité des capitaux investis au coût moyen pondéré du capital.

$$EVA = (RCI - CMPC) \times CI \quad \dots (14)$$

Avec:

CI: Capitaux investis.

RCI: Rentabilité économique des capitaux investis.

CMPC: Coût moyen pondéré du capital.

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

$$\underline{\text{Et}} : \text{RCI} = \frac{\text{Résultat net d'exploitation après impôts et frais financiers}}{\text{Montant des capitaux investis}} \dots (15)$$

Lorsque l'EVA est négative, l'entreprise détruit de la valeur. Lorsque l'EVA est positive, l'entreprise crée de la richesse pour ses prêteurs. Dans le cas très exceptionnels d'une EVA nulle, l'EVA ne détruit ni ne crée de la valeur : la rentabilité opérationnelle est tout juste égale au coût des capitaux investis.

### c-1-2: Le Cash Flow Return On Investment (CFROI)<sup>1</sup> :

Développé à l'origine par le cabinet Holt Value Associates, qui appartient désormais au Crédit Suisse-First Boston (CSFB), le CFROI est utilisé aussi bien par les gestionnaires de portefeuille que par les dirigeants. Il correspond au taux de rentabilité des capitaux employés, estimé sur la base des flux de trésorerie qu'ils vont générer dans le futur. Il se calcule comme le taux interne de rentabilité qui rend équivalent la valeur actualisée des flux de trésorerie d'exploitation (FTE) avec l'actif économique brut (AEB) de la société.

$$\text{CFROI} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{CFE}_t (1 + \text{CMPC})^{-t}}{\text{AEB}} \dots (16)$$

Avec:

CFROI: Le Cash Flow Return On Investment;

CFE : le cash-flow d'exploitation ;

CMPC : le coût moyen pondéré du capital ;

AEB : l'actif économique brut.

Ce CFROI est comparé au coût du capital de la société afin de déterminer si elle crée ou non de la valeur. Il peut être estimé au niveau de chaque division, ce qui en fait un outil de pilotage pour les dirigeants, quand bien même la société n'est pas cotée.

### c-2 : Les indicateurs boursiers (Les mesures externes de la création de valeur) :

Les modèles d'évaluation de la création de valeur boursière les plus populaires sont le TSR (Total Shareholder Return), la MVA (Market Value Added) et le M/B ratio (Market-to-Book).

#### c-2-1: Total Shareholder Return (TSR):

Le TSR (Total Shareholder Return ou La rentabilité total pour l'actionnaire) développé par le Boston Consulting Group, correspond au taux de rentabilité interne d'une

---

<sup>1</sup> Thauvron. A., 2007, « Evaluation d'entreprise », Editions Economica 2<sup>e</sup> édition, Paris, p220, 221.

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

opération d'achat et de revente d'actions, en prenant en compte les flux intermédiaires (dividendes nets, supposés généralement réinvestis en actions)<sup>1</sup>.

Ce TSR représente le taux de rémunération des actionnaires, généralement sur une base annuelle. Il se mesure par la variation de la capitalisation boursière de la société sur une année, à laquelle est ajouté le montant des dividendes versés, exprimée en pourcentage de la capitalisation en début de période. Compte tenu de son mode de calcul, ce taux de rendement ne peut pas être calculé au niveau d'une société non cotée, comme si l'investisseur achetait le titre en début d'année, le revendait en fin d'année et percevait entre-temps un dividende<sup>2</sup> :

$$\text{TSR} = \frac{\text{Cours}_{\text{fin année}} - \text{Cours}_{\text{début année}} + \text{Dividende}}{\text{Cours}_{\text{début année}}} \quad \dots (17)$$

Il faut cependant prendre garde au fait que sous le terme « dividende » sont inclus tous les versements à destination des actionnaires, qu'il s'agisse des dividendes exceptionnels ou des rachats d'actions. Il est donc préférable de l'estimer sur la base de la capitalisation plutôt que du cours boursier<sup>3</sup>.

Le TSR peut se calculer *ex post*, à partir de données passées, sur différents horizons (généralement 1 ; 5 et 10ans) ou *ex ante*, en fonction de données prévisionnelles. *Ex post*, il mesure la rentabilité de l'investissement alors qu'*ex ante*, il correspond à la rentabilité exigée par les actionnaires<sup>4</sup>.

### c-2-2 : Market Value Added (MVA) ou valeur ajoutée par le marché :

La MVA, comme l'EVA, a été développée par le cabinet américain Stern et Stewart. Elle représente une autre méthode de détermination de la valeur de l'entreprise. C'est une référence de comparaison de sociétés. Elle sert d'indicateur de classement des entreprises par le cabinet Stern et Stewart. La MVA reflète la richesse créée et accumulée par l'entreprise depuis sa création.

<sup>1</sup> Mottis. N et Ponssard. J-p., 2000, « Création de valeur et politique de rémunération : enjeux et pratiques », Annales des Mines, France, JUIN, p 81

<sup>2</sup> Thauvron. A., Op.cit, p222

<sup>3</sup> Thauvron. A., Ibid.

<sup>4</sup> Thauvron. A., Ibid.

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

La MVA se définit comme la différence entre la valeur de marché des capitaux investis VM (Capitalisation boursière pour les entreprises cotées) et leur valeur comptable VC (Les capitaux apportés par les actionnaires pour une période donnée) <sup>1</sup>:

$$MVA = VM - VC \dots (18)$$

Il est possible de relier la MVA à l'EVA car la MVA n'est autre que la valeur actualisée des EVA futurs, soit<sup>2</sup> :

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + CMPC)^t} \dots (19)$$

Avec : CMPC : le coût moyen pondéré (WACC).

c-2-3: Le ratio Market-To-Book (M/B)<sup>3</sup> :

Le ratio Market-To-Book (MV/BV), comme l'indicateur MVA, compare le cours boursier (MV) à la valeur comptable des actions (BV). Si le ratio est supérieur à 1, le marché est confiant dans la capacité de l'entreprise à créer de la valeur pour ses actionnaires. Au contraire, un ratio inférieur à 1 indique une destruction de valeur.

Le Market-To-Book peut se décomposer de la manière suivante :

$$M/B = \frac{MV}{BV} = \frac{MV}{BPA} \times \frac{BPA}{BV} = PER \times ROE \dots (20)$$

Où BPA est le bénéfice par action, et ROE, le Return On Equity ou rentabilité financière. Le PER ou multiple de capitalisation est le rapport du cours boursier sur bénéfices par action.

<sup>1</sup> Charreaux. G., 1998, « Le point sur la mesure de performance des entreprises », Revue Banque & Marchés, Mai-Juin, N° 34, p 49

<sup>2</sup> Thauvron. A, Op.cit, p224.

<sup>3</sup> Cherif. M, Dubreuille. S, Op.cit, p76-77.

# Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale

---

## Conclusion

Jusqu'à 1950, les responsables financiers des entreprises avaient utilisé les techniques comptables de la science économique pour effectuer les mesures financières, mais ces dernières ont été jugées insuffisantes quant à la prise de décision. L'origine de la théorie financière provient de la théorie néoclassique qui utilise les modèles de la même forme pour savoir quelles sont les décisions à prendre.

Les critères de performance de l'entreprise, tels que la valeur ajoutée et le bénéfice, sont devenus insuffisants pour mesurer l'efficacité de l'entreprise.

Les méthodes d'évaluation les plus connues sont apparues entre 1950 et 1990: Price Earning Ratio (PER), le Price cash-flow, la capitalisation / CA, le Yield Ratio... Les préoccupations ont changé et avec elles les méthodes. Le critère est devenu la valeur d'entreprise et donc l'évaluation via l'EVA (Economic Value Added), le MVA et la création de valeur. Cette méthode a été développée à l'origine comme mesure pour la rémunération des managers, se dégageant peu à peu des résultats de l'entreprise elle-même, néanmoins que la meilleure méthode reste la combinaison de plusieurs évaluations de façon à regarder l'entreprise sous des angles différents.

La création de la valeur a aujourd'hui envahi la scène médiatique et fait l'objet de communications nombreuses de la part des dirigeants lors de la présentation annuelle des comptes de leurs entreprises.

D'un point de vue financier, l'objectif d'une entreprise est de créer de la valeur à ses actionnaires ; elle doit être capable de réaliser des investissements dont le taux de rentabilité dégagé est supérieur au taux de rentabilité exigé avec la prise en considération du risque supporté par cette même entreprise. Si cette condition est remplie, le cours de l'action progressera ; l'entreprise peut attirer les actionnaires et lever facilement les fonds nécessaires. Dans le cas contraire, elle régressera.

Chapitre II : Les  
déterminants de la  
valeur actionnariale



## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

### Introduction

La détermination de la valeur actionnariale est une tâche paradoxale et les déterminants sont souvent un sujet de débat. Dans un marché efficient, la valeur créée est déterminée par des variables fondamentales de l'entreprise, comme le rendement des actifs (ROA) la valeur comptable par action (BVPS : Book Value Per Share), les flux de trésorerie, la taille, le ratio Dividend Pay-out (Ratio de distribution des dividendes), le ratio Price-Earning (P/E), le bénéfice net par action (BPA), la rentabilité des capitaux propres (ROE), l'endettement, etc.

Rappaport (1981) affirme que, dans le processus de création de valeur, les conducteurs des flux de trésorerie sont le taux de croissance des ventes, la marge bénéficiaire d'exploitation et le coût du capital.

Depuis toujours existait une vaste littérature en ce qui concerne l'effet de l'endettement sur la valeur actionnariale. Dans le cadre d'une politique de création de valeur, l'utilisation de la structure financière est dangereuse. Elle consiste à utiliser l'effet de levier pour déterminer le coût du capital, elle peut négliger aussi les impacts négatifs de l'endettement tel le risque de faillite. A cet effet, il existe trois approches fondamentales : l'approche classique, l'approche néoclassique et l'approche moderne de la structure financière. En 1963, Modigliani et Miller arrivent à la conclusion que lorsque le taux d'endettement augmente, l'espérance de bénéfice par action augmente, donc il y a une relation positive entre la dette et la valeur des actionnaires. Cette relation n'est vérifiée que si le bénéfice d'exploitation est supérieur aux intérêts d'emprunts, dans le cas contraire, l'effet de levier devient un effet massue. L'endettement réduit le bénéfice par action.

L'une des principales critiques faites à Modigliani et Miller (1963) est la non prise en compte des coûts de faillite. Si l'endettement peut être créateur de valeur, son excès est nuisible. Les précurseurs comme Beaver (1966) puis Altman (1968) ont montré que l'insuffisance de la rentabilité d'exploitation et l'endettement jouaient un rôle considérable dans la défaillance de l'entreprise. Un excès d'endettement entraîne donc l'entreprise dans une situation de difficulté financière.

Les actionnaires souhaitent obtenir des revenus de leurs placements provenant soit de la cession des actions, soit du versement de dividendes. L'influence de la politique de dividende sur la valeur des actionnaires a fait l'objet d'une importante littérature. Deux grands courants de pensées se sont historiquement opposés. Celui de la non neutralité qui soutient que la valeur de l'action est déterminée par les dividendes versés. Celui de

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

neutralité de la politique de dividendes, c'est-à-dire absence d'influence sur le cours boursier. Modigliani et Miller (1961) montrent que le versement de dividendes consiste à réduire les fonds propres de l'entreprise et par conséquent, à réduire la valeur des actions. Gordon et Shapiro ont montré que le montant des dividendes et surtout leur croissance devrait être les principaux facteurs explicatifs des cours des actions. Walter (1956) propose sa théorie résiduelle des dividendes, son idée est de considérer que la décision de distribution de dividendes n'est qu'un résiduel, puisqu'elle ne vient qu'après les décisions d'investissement et de financement de l'entreprise. Ross (1977), Bhattacharya (1979) illustrent comment les dividendes sont susceptibles d'informer les investisseurs sur la qualité des firmes cotées en utilisant la théorie du signal. Dans la mesure où les dirigeants disposent d'une meilleure information sur les résultats de la société, le dividende est utilisé pour signaler l'état de la situation financière future de la société. Si l'entreprise décide de suspendre le dividende au cours d'un exercice comptable donné, cette information fait baisser la valeur des actions. En fait, l'efficacité d'un signal dépend étroitement de son coût et la signalisation par les dividendes est considérée onéreuse dans le sens où, si les dividendes signalés s'avèrent supérieurs au gain réalisé, l'entreprise est obligée de faire recours à un financement extérieur plus coûteux pour financer ses projets. Dalborg (1999) a souligné que la valeur est créée lorsque les rendements de l'actionnaire aux dividendes et les cours des actions augmentent et dépassent le taux sans risque ajusté au rendement exigé sur le marché boursier (le coût des capitaux propres). Il a déclaré que le rendement total des actionnaires doit être plus élevé que le coût des capitaux propres pour véritablement créer de la valeur (Selehi et al ; 2011). La politique de dividendes discipline les dirigeants, c'est le principe de la théorie d'agence qui cherche toujours à maximiser la valeur pour les actionnaires (Albouy et Schatt ; 2010). M.C.Jensen (1986) affirme que contrairement au remboursement des emprunts et au versement des intérêts, rien n'oblige les dirigeants à verser des dividendes. Il considère que la dette constitue un mécanisme de substitution efficace au versement des dividendes.

L'objectif de ce chapitre est de mettre en évidence les théories et les concepts qui déterminent la valeur actionnariale. A cet effet, nous présenterons dans une première section l'effet de la politique financière sur notre valeur actionnariale, ensuite la politique de dividende et son impact sur la valeur, dans une deuxième section, et en fin, la troisième section est consacrée à l'étude de la rentabilité des entreprises et son effet sur notre valeur actionnariale

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

### Section 1 : La politique financière:

La politique financière est un élément central de la théorie financière où l'approche classique est fondée sur l'hypothèse que les décisions financières sont prises dans le but de maximiser la richesse des actionnaires.

Modigliani et Miller (1958) étaient les premiers à étudier la relation entre la politique financière et la valeur de l'entreprise, mais l'irréalisme de leur modèle a conduit à l'apparition de nouveaux modèles qui introduisent les imperfections sur le marché financier, ainsi la fiscalité pour démontrer l'effet positif ou négatif de la politique financière sur la valeur de l'entreprise.

Graham et Dodds (les tenants de l'analyse traditionnelle) abordent la valeur de l'entreprise à travers sa structure financière tel le coût moyen pondéré du capital (K). La dette est moins onéreuse que les capitaux propres, car elle est moins risquée, cela veut dire que tout accroissement de l'endettement permet de réduire K et augmente le risque de l'action pour son détenteur. Donc il faut que le taux de rendement des capitaux propres soit élevé jusqu'à annuler l'effet positif du recours à l'endettement. Dès lors, l'entreprise atteint sa structure financière optimale qui lui assure le coût moyen pondéré du capital le plus faible et donc la valeur de l'actif économique la plus élevée.

Baxter et Stiglitz supposent que l'endettement excessif de l'entreprise entraîne un risque de faillite, ce qui conduit à une diminution de la valeur nette des actifs. Cela justifierait malgré tout, l'existence d'une structure financière optimale qui maximiserait la valeur de l'entreprise.

Leland.H et Pule.D (1997) montrent que la valeur d'une entreprise est plus corrélée avec la part du capital détenue par l'actionnaire dirigeant, et de ce fait elle est en liaison avec la structure financière. Cela conduit à l'examen de la structure financière, en plus de la dette et la structure de propriété en termes de concentration du capital.

Ainsi de nouvelles théories ont émergé pour mettre en évidence la relation qui existe entre la valeur de l'entreprise et les variations de la politique financière, notamment la théorie d'agence et la théorie de signaux.

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

I- L'approche classique et néoclassique de la politique financière :

**1- L'approche classique de la structure financière :**

La théorie classique de la politique de financement se base sur le principe que les prises de décisions financières ont pour but de maximiser la valeur actionnariale en l'absence des taux d'imposition des entreprises. A cet effet, une entreprise peut maximiser la richesse de ses actionnaires en maximisant son endettement. Les partisans de la théorie classique de l'endettement se sont basés sur la notion du coût du capital et l'influence de la structure financière sur ce dernier<sup>1</sup>. Cependant minimiser le coût moyen pondéré du capital conduit à la maximisation de la valeur actionnariale<sup>2</sup>.

Durand (1952)<sup>3</sup> affirme qu'il existe une structure financière optimale (combinaison de dette et fonds propres) qui minimise le coût moyen pondéré du capital et par conséquent maximiser la valeur de l'entreprise dans l'intérêt des actionnaires.

Selon Durand (1952), la maximisation de l'endettement conduit à minimiser le coût moyen pondéré du capital. Durand suppose que : 1) l'entreprise ne réinvestit pas son bénéfice qui revient en totalité aux actionnaires, 2) les actionnaires ont les mêmes anticipations sur le bénéfice et évaluent l'entreprise de la même manière, 3) les entreprises ont le même niveau du risque, 4) les proportions de capitaux propres et de dettes peuvent varier, 5) absence d'impôts et des frais de transaction<sup>4</sup>.

Durand considère aussi que l'entreprise est évaluée à partir de son bénéfice net après paiement des intérêts. D'après lui, les dividendes distribués par une entreprise endettée sont plus faibles que ceux distribués par une entreprise entièrement financée par fonds propres\*. Donc, la valeur des actions de la première entreprise est plus faible, mais sa valeur totale est supérieure à celle non endettée\*\*. Ainsi la valeur d'une entreprise est positivement corrélée avec son taux d'endettement et négativement corrélée avec son coût du capital.

---

<sup>1</sup> Kartobi. S E., 2013, « Les déterminants de la structure financière et réaction du marché boursier aux décisions de financement : Cas des sociétés marocaines cotées à la bourse des valeurs de Casablanca », Thèse de Doctorat en science de gestion, Université Cady Ayyad, Maroc, p21

<sup>2</sup> Kartobi, Op.cit., p31

<sup>3</sup> Durand D., 1952, « Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement», Research in Business Finance, National Bureau of Economic Research, p 215-262.

<sup>4</sup> Kartobi. S E, ibid.

\* Puisqu'il faut soustraire les charges financières.

\*\* L'entreprise endettée verse à ses actionnaires et créanciers des revenus plus élevés que ceux versés par une entreprise entièrement financées par fonds propres.

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

Selon Durand, un endettement maximal entraîne une structure financière optimale. Mais l'auteur néglige l'impact du risque subi par les investisseurs<sup>1</sup>.

L'augmentation de la politique financière de l'entreprise conduit à maximiser le coût moyen pondéré du capital jusqu'à ce que la rentabilité exigée par les actionnaires devienne une fonction croissante de l'endettement. Plus l'entreprise s'endette, plus son risque financier s'accroît et plus le coût de sa dette\* et des fonds propres\*\* augmentent. Une entreprise endettée a un coût du capital élevé, ce qui conduit à une diminution de la valeur de ses actionnaires, et vice versa.

L'approche classique de la politique financière n'est pas déduite d'hypothèses homogènes, elle reste illimitée. Modigliani et Miller (1958) répondent, par leur modèle, aux insuffisances de cette approche.

### **2- La thèse de neutralité de la politique financière :**

Modigliani et Miller (1958) sont les premiers à avoir donné un raisonnement sur l'effet de l'endettement sur la valeur de l'entreprise. Pour eux, lorsque les marchés des capitaux sont parfaits, la politique financière est neutre, c'est-à-dire qu'elle n'a aucun effet sur la valeur créée. Une entreprise située dans un univers risqué ne peut accroître sa valeur en modifiant son taux d'endettement puisque le coût moyen pondéré du capital de l'entreprise est complètement indépendant de sa structure financière. Il dépend uniquement de la rentabilité exigée par le marché compte tenu du risque.

Les auteurs se basent sur les hypothèses suivantes<sup>2</sup>:

- L'inexistence des impôts et des coûts de transaction rend les marchés des capitaux parfaits, et les investisseurs rationnels dans leurs comportements.
- La probabilité de faillite est nulle.
- Absence d'asymétrie d'information\*\*\* et de conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires.
- L'effet de la politique de dividendes sur la structure financière est nul, puisque les auteurs considèrent que l'entreprise distribue la totalité de ses bénéfices.

---

<sup>1</sup> Kartobi. S E, Op.cit, p32

\* Rentabilité exigée par les prêteurs.

\*\* Rentabilité exigée par les actionnaires.

\*\*\* L'absence d'asymétrie d'information rend négligeable les problèmes d'anti-sélection et d'aléa moral.

<sup>2</sup> Berk. J. et De Marzo. P., 2011, « Finance d'entreprise », Edition Pearson Education, France, p 29

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

- Les agents peuvent prêter ou emprunter à un taux fixe et sans limite ce qui rend le modèle de Modigliani et Miller plus rapproché au modèle du MEDAF en termes du taux de rendement, sur les capitaux propres, exigé par les actionnaires d'une entreprise. Les deux modèles amènent au même résultat.

En effet Modigliani et Miller (1958) affirment que la valeur d'une entreprise n'est que la valeur de marché des flux de trésorerie de ses actifs et cela dans le cadre de marchés parfaits de capitaux. La valeur d'une entreprise n'est donc pas influencée par sa politique d'endettement<sup>1</sup>.

Song (2009)<sup>2</sup>, en confirmant la théorie de Modigliani et Miller, affirme que l'entreprise, dans un marché obligataire efficient, ne peut pas accroître la valeur de ses actionnaires en augmentant le niveau de l'endettement.

En effet la thèse de neutralité de Modigliani et Miller (1958) n'est valable que dans le cadre d'un marché de capitaux parfait. Les auteurs affirment également que la valeur de l'entreprise est déterminée par ses cash-flows futurs. Si l'entreprise n'est pas endettée, l'ensemble des cash-flows sera destiné aux actionnaires mais si elle est endettée, après le remboursement des créanciers, seule une partie des cash-flows sera versée aux actionnaires<sup>3</sup>.

Cependant, cette thèse n'est valable que dans une économie sans impôts. L'utilisation de ce modèle rend impossible de réer de la richesse aux actionnaires, ce qui a conduit Modigliani et Miller à revoir leur modèle en introduisant en 1963 l'impôt sur les sociétés<sup>4</sup>.

Kartobi (2013) affirme que, néanmoins, le modèle de Modigliani et Miller (1958) a une très grande importance, parce que, d'une part, il fait la liaison entre les décisions financières de l'entreprise et l'équilibre du marché des capitaux, et explique aussi comment cet équilibre est atteint en s'appuyant sur le mécanisme d'arbitrage. D'autre part, en mettant l'accent sur les variables qui doivent être prises en compte, ce modèle constitue un référentiel à utiliser pour justifier la politique financière d'une entreprise et analyser son effet sur la richesse des actionnaires<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> Berk. J et De Marzo. P, Op.cit, p9.

<sup>2</sup> Song, K., 2009, « Does debt market timing increase firm value? », Applied Economics, Vol 41, pp 2605-2617

<sup>3</sup> Severin. E., 2002, « L'endettement des entreprise : Incidence sur la valorisation des firmes », e-theque, p5

<sup>4</sup> Jaquier. B., 2002, « Une structure financière optimale existe-elle ? », EHL-FORUM, N°1. Ecole Hôtelière de Lausanne (Switzerland), p3

<sup>5</sup> Kartobi. S. E, Op.cit, p41

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

### 3- Les effets de la fiscalité et des coûts de faillite sur la politique financière :

Modigliani et Miller (1963), en prenant en compte la fiscalité des entreprises, montrent que le recours à l'endettement procure des avantages fiscaux\*. Selon les auteurs, l'endettement au maximum conduit à l'augmentation de la valeur de l'entreprise. Cependant, l'endettement excessif conduit l'entreprise à supporter des coûts supplémentaires appelés *coûts de faillite*. Selon la théorie de compromis, une structure financière optimale est déterminée par l'arbitrage entre les économies d'impôts liés à l'endettement et les coûts d'une éventuelle faillite. Cet arbitrage n'est plus possible lorsqu'on introduit la fiscalité des personnes physiques. Dans ce cas, la politique financière d'une entreprise n'a pas d'effet sur sa valeur<sup>1</sup>.

#### a) Les effets de la fiscalité:

La remise en cause de la thèse de neutralité de Modigliani et Miller (1958) a poussé les auteurs à affirmer que la valeur d'une entreprise endettée est toujours supérieure à celle d'une entreprise non endettée. Ils affirment que la valeur d'une entreprise endettée est égale à la valeur d'une entreprise non endettée augmentée de la valeur des économies d'impôts liées à la déductibilité des charges d'intérêts\*\*.

Miller (1977) a repris cette idée, il affirme que la politique financière, en tenant compte de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, maximise la richesse des actionnaires.

#### a-1 : L'impôt sur les sociétés :

La remise en cause de l'hypothèse de Modigliani et Miller (1958) revient au traitement fiscal favorable des dettes dû à la déductibilité des charges financières du revenu imposable<sup>2</sup>.

Après la prise en compte de l'impôt, la valeur de l'entreprise endettée sera égale à la valeur d'une entreprise non endettée augmentée des économies d'impôts actualisées à l'infini. La valeur devient alors une fonction croissante de son niveau d'endettement où le

---

\* Les avantages fiscaux de l'endettement sont dus à la déductibilité des charges financières.

<sup>1</sup> Kartobi. S. E, Op.cit, p45

\*\* Une entreprise endettée réduit les charges financières de son résultat imposable et donc bénéficie des économies d'impôts.

<sup>2</sup> Bourdieu. J. et Colin-Sédillot. B., 1993, « Structure du capital et coût d'information : Le cas des entreprises française à la fin des années quatre-vingts », *Economie et Statistique*, N° 268-269, pp87-100

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

coût moyen pondéré du capital n'en est plus indépendant. En effet, la valeur de la première entreprise est toujours supérieure à celle de la deuxième<sup>1</sup>.

La théorie de Modigliani et Miller (1963) et la théorie classique conduisent au même résultat, mais la première considère que, quelque soit le montant emprunté par les entreprises, le taux d'intérêt sur le marché reste constant, par contre, selon la théorie classique, au-delà d'un seuil d'endettement, les obligataires exigent sur leurs créances un taux de rémunération plus élevé. Modigliani et Miller (1963)<sup>2</sup> affirment qu'une politique financière optimale correspond à un endettement maximal qui minimise le coût du capital et maximise la valeur de l'entreprise, alors que pour les classiques, la combinaison optimale de dettes et de fonds propres résulte d'un arbitrage entre les effets positifs et négatifs du levier financier de l'endettement.

Pour Bourdieu et Colin-Sédillot (1993)<sup>3</sup>, la meilleure structure financière pour une entreprise, à un moment donné, est celle qui lui permet de mobiliser les ressources au moindre coût.

Modigliani et Miller (1963)<sup>4</sup> concluent que lorsque les dettes sont moins imposables que les fonds propres, l'entreprise devrait choisir de se financer exclusivement par endettement.

### a-2 : La prise en compte de l'imposition des personnes physiques :

Plusieurs travaux empiriques sur la relation entre l'endettement et la fiscalité des entreprises ont conduit à des résultats contradictoires avec les conclusions de Modigliani et Miller (1963). Pour Miller (1977)<sup>5</sup>, il existe deux types d'imposition : l'impôt sur les sociétés et l'impôt sur les personnes physiques qui se caractérise par des taux de prélèvement différents suivant que le revenu provient d'actions ou d'obligations. Miller affirme que l'imposition des obligations est supérieure à celle des actions, ce qui conduit à l'annulation de l'avantage fiscal de l'endettement des entreprises. En effet, les investisseurs n'accepteront d'acheter des obligations taxées que si le taux d'intérêt de ces obligations permet de compenser la baisse de leur rémunération due à l'imposition des intérêts. Ainsi, dans la mesure où les taux d'imposition personnels ne sont pas uniformes

---

<sup>1</sup> Kartobi. S. E. Op.cit, p46

<sup>2</sup> Modigliani. F, Miller. M. H., 1963, « Corporate income and the cost of capital: a correction », American Economic Review, Vol 53, n°3, pp 433 - 443

<sup>3</sup> Bourdieu. J. et Colin-Sédillot. B., Op.cit, p 86

<sup>4</sup> Modigliani. F, Miller. Op.cit, p 437

<sup>5</sup> Miller, M, H., 1977, "Debt and taxes", Journal of Finance, Vol 32, , pp261-275



## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

car progressifs et dépendent des caractéristiques fiscales de chaque investisseur, il n'est pas possible de conclure que l'endettement augmente la valeur d'une entreprise.

Selon Miller (1977)<sup>1</sup>, il n'existe pas une politique optimale pour chaque entreprise à cause de la diversité des taux d'imposition des investisseurs. Ce modèle\* soutient les conclusions de Modigliani et Miller (1958). De Angelo et Masulis (1980)<sup>2</sup> introduisent dans le modèle de Miller d'autres économies d'impôt non liées à la dette. Pour eux, les entreprises, pour avoir un résultat positif, peuvent minimiser l'impôt à payer en déduisant de leur base imposable des charges financières\*\*.

Selon Levasseur et Olivaux (1986)<sup>3</sup>, l'avantage fiscal de l'endettement dans le contexte français est positif quelle que soit le régime de rétention ou de distribution des revenus des actions. Zouari (1989)<sup>4</sup>, affirme, qu'en France, l'endettement reste avantageux pour les entreprises. Pour Mattoussi (1991)<sup>5</sup>, le gain fiscal lié à l'endettement des entreprises tunisiennes est toujours positif.

Bourdieu et Colin-Sédillot (1993)<sup>6</sup> affirment que « *si la fiscalité induit un biais en faveur de l'endettement, un niveau élevé de dette accroît les charges financières et donc la probabilité de défaillance de la firme* ».

### b) L'effet des coûts de faillite et la théorie de compromis :

La majorité des travaux qui ont essayé de valider empiriquement l'hypothèse de Miller (1977) ont conclu que l'endettement reste avantageux pour les entreprises malgré la prise en compte des impôts sur le revenu des personnes physiques. A cet effet, il faut savoir qu'est-ce qui limite l'endettement des entreprises. La théorie de compromis réponds à ce questionnement et affirme qu'à cause des coûts de faillite, l'entreprise, en s'endettant d'avantage, se trouve confrontée au risque de défaut de remboursement et confirme aussi qu'il existe une structure financière optimale.

---

<sup>1</sup> Miller, M, H. Op.cit, p 265

\* Le modèle de Miller (1977) a été conçu dans le cadre de la fiscalité américaine et par conséquent sa validité doit tenir compte des spécificités propres à chaque système fiscal.

<sup>2</sup> De Angelo, H et Masulis, R., 1980, « Optimal capital structure under corporate and personal taxation », Journal of Finance Economics, Vol8, N°1, pp3-29

\*\* Telles les dotations aux amortissements et aux provisions et les crédits d'impôt.

<sup>3</sup> Levasseur, M. et Olivaux, J., 1986, « Financement et fiscalité : Faut-il mettre en réserve ou d'endetter ? », Cahier de recherche, N° 8602, Centre de recherche sur la gestion, Université Paris IX Dauphine.

<sup>4</sup> Zouari, K., 1989, « Effet-clientèle et politique financière de l'entreprise : Etude théorique et empirique », Thèse de Doctorat en sciences de Gestion, Université de Rennes 1.

<sup>5</sup> Mattoussi, H., 1991, « L'endettement des entreprises : fondements théoriques et comportement empirique des entreprises tunisiennes », Thèse de Doctorat d'Etat, Université de Tunis

<sup>6</sup> Bourdieu, J, Colin-Sédillot. B, Ibid

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

Selon cette théorie, la politique financière doit être basée sur un compromis entre les économies d'impôts, qui conduisent à accroître la valeur des entreprises endettées, et les coûts de faillite qui en diminuent la valeur<sup>1</sup>.

### *b-1 : Les coûts de faillite :*

Dans une entreprise, un endettement excessif entraîne un risque de faillite où les revenus futurs attendus sont inférieurs aux anticipations. Les entreprises qui ne sont pas loin de ce risque sont dites potentiellement en faillite. Ces dernières supportent des coûts supplémentaires qui réduisent leur richesse. Altaman (1986)<sup>2</sup> considère lui aussi que l'excès d'endettement conduit à la fragilisation de l'entreprise et augmente sa probabilité de défaillance. Selon Malecot (1984)<sup>3</sup>, pour éviter la faillite, les dirigeants font les dépenses suivantes : frais de notaires, d'avocats et surtout des coûts liés à la perte de confiance de la part des clients, fournisseurs et employés.

Les coûts de faillite sont très divers et difficiles à mesurer. Ils sont décomposés selon Malecot (1984) en coûts directs\* et coûts indirects\*\*.

### *b-2 : L'influence des coûts de faillite sur la politique financière :*

Modigliani et Miller affirment, qu'en cas d'absence de probabilité de faillite, plus l'entreprise s'endette, plus sa valeur augmente, mais un endettement excessif entraîne des difficultés financières qui vont affecter la valeur de l'entreprise endettée.

La valeur de l'entreprise est égale à la valeur d'une entreprise financée entièrement par fonds propres plus la valeur actuelle des économies d'impôts moins la valeur actuelle des coûts de faillite\*\*\*. Pour la théorie de compromis, l'arbitrage entre les économies d'impôts et les coûts de faillite détermine la structure optimale du capital. Cependant, selon Malecot (1985)<sup>6</sup>, cet arbitrage ne permet pas de justifier la présence d'une structure financière optimale.

---

<sup>1</sup> Coudert. V., 2009, « Théorie financière de l'entreprise », Université de Paris X, Quest Nanterre, La Défense, France, p40

<sup>2</sup> Altaman. E. I., 1986, « Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy », Journal of Finance, Vol 23, N°4, pp589-609

<sup>3</sup> Malecot. J. F., 1984, « Risque de faillite, coût de faillite et structure de capital : Réexamen et nouvelles propositions », Economie et société, Tome 18, Paris, France

\* Coûts directs : coûts administratifs, de réorganisation (à priori), coûts financiers, coûts d'image.

\*\* Coûts indirects : Coûts de délégation, coûts de réorganisation (a posteriori), coûts de vente forcée et urgente des actifs.

\*\*\* Cette valeur selon Cavalier (1998) est la combinaison entre la distribution de probabilité de surveillance de la faillite, et le montant des coûts lorsque la faillite a réellement eu lieu.

<sup>6</sup> Malecot. J. F., 1985, « Structure du capital et hypothèse de compensation : Un point de vue critique », Finance, Vol 6, N° 1, pp 7-21

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

Selon la théorie de compromis, la taille, le taux de taxation, la rentabilité des entreprises influencent positivement sur leurs politiques financières. Ainsi, les entreprises dont les actifs sont essentiellement incorporels et se trouvent dans des secteurs qui supportent des risques énormes, s'endettent peu. Et les entreprises dont les actifs sont corporels et relativement sûrs ont des ratios d'endettement élevés. Cette théorie a été critiquée par les théories modernes de la firme qui lui reprochent de ne pas permettre d'expliquer pourquoi des entreprises peu rentable s'endettent peu<sup>1</sup>.

### II- L'approche moderne de la politique financière :

#### ***1- Théorie de l'agence et politique financière de l'entreprise :***

Selon la théorie de l'agence, l'émission de dettes conduit à réduire les conflits entre actionnaires et dirigeants, par conséquent, réduire les coûts d'agence des fonds propres\* et maximiser la valeur de la firme. Cela s'explique par le fait de l'augmentation du contrôle par la banque de la qualité de gestion des dirigeants dû à l'augmentation de la dette dont le paiement régulier conduit à diminuer la probabilité d'investissement sous optimal de la part du dirigeant puisque le cash-flow disponible se trouve réduit. Aussi, l'augmentation de la dette accroît le risque de faillite et conduira le dirigeant à perdre son emploi, ce qui incitera ce dernier à fournir des efforts pour maximiser la valeur de l'entreprise pour l'intérêt des actionnaires<sup>2</sup>.

Fama (1980)<sup>3</sup> affirme que dans un marché de travail efficient, le dirigeant supporte la perte de valeur de l'entreprise et subit aussi la baisse de ses avantages financiers. Le manager est, donc, incité à poursuivre l'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise pour l'intérêt des actionnaires.

Jensen et Meckling (1976)<sup>4</sup> affirment qu'il existe deux types de coûts d'agence. Ceux qui sont liés aux fonds propres\*\* et ceux qui sont liés à la dette\*\*\*. Les auteurs ajoutent que l'augmentation de l'endettement conduit à diminuer les premiers types de coûts et à augmenter les seconds. Ils arrivent à la conclusion qui confirme que lorsque

---

<sup>1</sup> Kartobi. S. E, Op.cit, p61

\* En raison de la diminution de la part des actionnaires dans le passif de l'entreprise.

<sup>2</sup> Kartobi. S. E, Op.cit, p63

<sup>3</sup> Fama, E. F., 1980, « Agency problems and the theory of the firm », The Journal of Political Economy, Vol 88, N° 2, pp 288-307

<sup>4</sup> Jensen, M. et Meckling, W., 1976, « Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure », Journal of Financial Economics, Vol 3, pp305-360

\*\* Conflits entre actionnaires et dirigeants.

\*\*\* Conflits entre actionnaires et créanciers.

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

l'ensemble des cours est minimum, la structure financière est optimale. Par ailleurs, les cours boursiers augmentent. Selon Jensen (1986)<sup>1</sup>, la dette limite le surinvestissement en raison du paiement des intérêts. Harris et Raviv (1990)<sup>2</sup> confirment l'effet positif de l'endettement sur le cours boursier puisqu'il est un moyen de discipliner les dirigeants.

La théorie de l'agence, contrairement à la théorie de compromis\*, affirme qu'une structure financière optimale est déterminée par l'arbitrage entre les coûts d'agence des fonds propres et les coûts d'agence de la dette.

Jensen et Warner (1988)<sup>3</sup> affirment que la prospérité managériale et la dette sont des mécanismes alternatifs pour contrôler les coûts d'agence, et quand le taux marginal d'imposition des entreprises augmente, le coût de l'endettement diminue et la politique financière devient un moyen efficace pour réduire les coûts d'agence.

Harvey et al. (2004)<sup>4</sup> affirment que, dans le cas des coûts d'agence élevés, l'endettement permet à l'entreprise de créer de la valeur pour ses actionnaires.

Selon Margaritis et Psillaki (2010)<sup>5</sup>, l'endettement élevé conduit à une meilleure gestion de la firme parce qu'il permet de réduire les coûts d'agence.

Selon Bhaduri (2002)<sup>6</sup>, les entreprises à forte croissance sont les plus endettées et non l'inverse comme le suggère la théorie d'agence. Ce qui implique que les coûts d'agence n'expliquent pas les faibles taux d'endettement.

Cai et Zhang (2011)<sup>7</sup> ont conclu qu'il y a une relation négative entre la valeur d'une entreprise et sa politique d'endettement. Cette relation caractérise l'entreprise qui a une bonne assise financière.

---

<sup>1</sup> Jensen, M., 1986, « Agency costs of free cash-flow, corporate finance and takeovers », *American Economic Review*, Vol 76, pp 323-329

<sup>2</sup> Harris, M. et Raviv, A., 1990, « Capital structure and the information role of debt », *Journal of Finance*, Vol 45, N°2, p 321-349

\* La théorie de compromis confirme l'existence d'une structure financière optimale qui résulte d'un arbitrage entre les avantages fiscaux liés à l'endettement et les coûts de faillite.

<sup>3</sup> Jensen, M. et Warner, J B., 1988, « The distribution of power among corporate managers, shareholders and directors », *Journal of Financial Economics*, Vol 20, N° 1-2, pp 3-24

<sup>4</sup> Harvey, C., Lins, K., Roper, A., 2004, « The effect of capital structure when expected agency costs are extreme », *Journal of Financial Economics*, Vol 74, pp 3-30

<sup>5</sup> Margaritis, D. et Psillaki, M., 2010, « Capital structure, equity ownership and firm performance », *Journal of Banking and Finance*, Vol 34, pp 621-632

<sup>6</sup> Bhaduri, S.N., 2002, « Determinants of capital choice : A study of the Indian corporate sector », *Applied Financial Economics*, Vol 12, N° 9, pp 655-665

<sup>7</sup> Cai, J. et Zhang, Z., 2011, « Leverage change, debt overhang and stock prices », *Journal of Corporate Finance*, Vol 17, pp 391-402

### 2- L'asymétrie d'information et la politique financière de l'entreprise :

La théorie des signaux cherche à savoir comment les décisions de financement révèlent aux actionnaires les informations dont disposent les managers. Selon les partisans de cette théorie, l'émission de dette est une bonne nouvelle entraînant une hausse des cours boursiers. D'après Myers et Majluf (1984)<sup>1</sup>, l'émission d'une dette risquée entraîne une baisse de la valeur de la firme alors que l'émission de la dette sans risque n'a pas d'effets sur la valeur de l'entreprise.

#### a) La politique financière comme instrument de signalisation :

Lorsque l'information n'est pas répartie équitablement entre les différents partenaires de l'entreprise conduit les dirigeants à maximiser leur propre richesse au détriment de la richesse des actionnaires. Contrairement à la théorie d'agence, la théorie du signal affirme qu'il est possible de limiter l'asymétrie informationnelle à travers des décisions financières qui ont pour but de transmettre de l'information permettant de distinguer les entreprises performantes de celle qui ne le sont pas. Ross (1977)<sup>2</sup> affirme qu'il existe une relation positive entre la valeur de l'entreprise et son niveau d'endettement.

Pour l'analyse de la structure financière de l'entreprise, nous nous intéressons en premier lieu à l'endettement en tant que signal émis par l'entreprise, puis à l'importance de la part du capital détenue par le dirigeant.

#### a-1) Le signal par l'endettement :

Ross (1977) est le premier à avoir appliqué la théorie des signaux à l'analyse de la structure financière de l'entreprise. Il affirme, que dans un système où les dirigeants subissent une pénalité en cas de faillite, plus l'endettement des entreprises augmente, plus leurs valeurs augmentent. Ainsi la structure financière des entreprises performantes est supérieure à celles qui ne le sont pas.

Le modèle de Ross, dans sa conclusion, converge vers la thèse de Modigliani et Miller (1963), cependant, ces derniers affirment que, en l'existence d'économie d'impôts, il y a une relation positive entre la valeur de l'entreprise et son niveau d'endettement. Ross

---

<sup>1</sup> Myers, S. et Majluf, N., 1984, « Corporate financing and investment decisions when firms have Information that investors do not have », Journal of Financial Economics, Vol 13, N° 2, pp 187-221

<sup>2</sup> Ross, S., 1977, « The determination of financial structure : The incentive signaling approach », Belle Journal of Economics, Vol 8, N° 1, pp 23-40

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

confirme cette relation en fondant son modèle sur l'hypothèse d'asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires<sup>1</sup>.

Ross (1977)<sup>2</sup>, inversement à la théorie de compromis, affirme que la dette est négativement corrélée avec la probabilité de faillite de l'entreprise. Il ajoute que seules les entreprises performantes, présentant un risque de faillite faible, peuvent supporter un niveau élevé d'endettement.

### a-2) L'importance du capital détenu par le dirigeant :

Selon Leland et Pyle (1977)<sup>3</sup>, il y a une relation positive entre la valeur d'une entreprise et la part du capital détenue par le dirigeant pour financer son projet. Pour les auteurs, les dirigeants cherchent toujours à signaler la part qu'ils détiennent aux actionnaires. Ce signal est coûteux puisqu'il conduit les dirigeants à composer des portefeuilles peu diversifiés. Ainsi, les dirigeants des entreprises de bonne qualité ne peuvent adopter un tel comportement, car ils risquent de perdre leurs parts du capital investies. Ces dernières, dans les entreprises de bonne qualité, sont élevées et faibles dans les moins bonnes. La valeur de l'entreprise augmente avec l'accroissement de ces parts. En final, il existe une relation positive entre la valeur de l'entreprise et la part du capital détenue par le dirigeant-actionnaire. « *La participation du dirigeant dans le capital a un aspect informatif qui peut être un signal pour les futurs investisseurs* »<sup>4</sup>.

### b) La théorie des préférences hiérarchisées de financement (TPH) :

Cette théorie se fonde sur le fait qu'il existe une asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires de l'entreprise.

Myers et Majluf (1984), dans un contexte d'asymétrie d'information, ont introduit la théorie TPH qui établit un ordre de préférence selon lequel une entreprise peut financer ses investissements.

L'entreprise, pour financer ses projets, préfère utiliser d'abord son bénéfice (Auto financement), puis les émissions nouvelles de titre d'emprunt, et enfin les émissions nouvelles d'actions. Les augmentations de capital n'interviennent qu'en dernier ressort.

---

<sup>1</sup> Kartobi. S. E, Op.cit, p89

<sup>2</sup> Ross., Op.cit, p27

<sup>3</sup>Leland, H. et Pyle, D., 1977, « Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation », The Journal of Finance, Vol 32, N°2, pp 371-387

<sup>4</sup> Trabelsi, A., 2006, « Les déterminants de la structure du capital et les particularités de financement dans les PME : Une étude sur données françaises », Thèse de Doctorat en sciences de gestion, Université Paris IX Dauphine. France, Décembre, p35

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

L'entreprise préfère également la dette à l'émission de nouvelles actions. Ces préférences s'expliquent par l'asymétrie d'information.

Selon Kaya (2007), la TPH permet d'expliquer comment les entreprises choisissent entre les différentes formes d'émission et comment le marché réagit réellement à ces émissions<sup>1</sup>.

Le problème se pose quand l'entreprise choisie un financement externe soit par l'émission d'emprunt, soit par l'augmentation de capital. Le choix entre ces deux modalités dépend des primes à payer. Cependant, le financement par émission de nouvelles actions est plus couteux pour l'entreprise que le financement par dette. Ceci s'explique par le fait que les actionnaires exigent un plan détaillé des projets et des perspectives d'avenir de l'entreprise. La communication de ce plan revient chère à l'entreprise et donne une information précieuse à ses concurrents. De plus, l'augmentation du capital pose des difficultés techniques qui engendrent des coûts supplémentaires et réduisent la valeur de l'entreprises et de ses actionnaires.

Myers (1984)<sup>2</sup> confirme que l'émission d'actions signale au marché que l'entreprise est surévaluée et conduit à la baisse des cours boursiers. C'est pour cette raison l'entreprise, en cas de déficit interne de financement, préfère de se financer par l'endettement. Myers et Majluf (1984)<sup>3</sup> ajoutent que l'émission d'une dette sans risque ne révèle aucun signal et n'a aucun effet sur le prix des actions. Alors que l'émission d'une dette risquée ou d'action conduit à une diminution de la valeur de l'entreprise et celle de ses actionnaires. Myers et Majluf (1984)<sup>4</sup> concluent que l'autofinancement est préféré par les dirigeants et crée de la valeur puisqu'il est la source de financement la moins couteuse. Pour eux, l'entreprise, avant de s'orienter vers les fonds externes, doit adopter une politique de financement sûre. Dans le cas de présence d'asymétrie d'information, l'émission de nouvelles actions conduit à la diminution de la valeur des actions de l'entreprise. Mais, si l'entreprise s'oriente vers le financement par dette, la valeur de ses actions ne diminue pas. De plus, l'entreprise qui se finance par émission d'actions ou de dettes ne doit pas distribuer des dividendes.

---

<sup>1</sup> Kartobi. S. E, Op.cit, p96

<sup>2</sup> Myers, S C., 1984, « The capital structure puzzle”, Journal Of Finance, Vol 39, pp 575-592

<sup>3</sup> Myers, S. et Majluf, N, Op.cit, p 195

<sup>4</sup> Myers, S. et Majluf, N, Op.cit, p 210



## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

Selon Gabillon (2000)<sup>1</sup>, l'émission d'actions est un moyen efficace pour inciter les actionnaires à s'informer sur l'entreprise, et permet de réduire l'asymétrie d'information entre le marché et l'entreprise. Molay (2005)<sup>2</sup> suggère que « *les entreprises faisant face à un déficit de financement, en raison notamment d'une rentabilité et donc d'un autofinancement faible, se tournent prioritairement vers l'endettement. Cette décision entraîne une augmentation du levier financier. Ceci est cohérent avec l'observation d'une relation négative entre les rentabilités économiques et le ratio d'endettement* ».

Les études économétriques montrent que l'émission de nouvelles actions conduit à une diminution du cours boursier. Ce mécanisme conduit les entreprises à n'émettre des actions nouvelles que lorsqu'elles ont épuisé les autres formes de financement possibles<sup>3</sup>.

Leary et Roberts (2005)<sup>4</sup> affirment que les entreprises ne respectent pas souvent la hiérarchie proposée par la TPH. Pour eux, les entreprises émettent des actions alors qu'elles peuvent s'autofinancer et procèdent à des augmentations de capital au lieu de s'orienter vers l'endettement. Les auteurs suggèrent que la TPH ne fournit pas des explications suffisantes aux décisions de financement et ce, pour deux raisons. D'une part, la TPH ignore les facteurs déterminants, issus des autres modèles théoriques, dans l'explication de la structure financière des entreprises. D'autre part, l'ordre hiérarchique de financement observé semble d'avantage motivé par les conflits d'intérêts et non par les asymétries informationnelles. Selon Lemon et Zender (2004)<sup>5</sup>, seules les grandes entreprises avec les investissements de bonnes qualités respectent la hiérarchie de financement. Fama et French (2005)<sup>6</sup> suggèrent que seules les entreprises qui ont des résultats positifs respectent cette hiérarchie.

---

<sup>1</sup> Gabillon, E., 2000, « Structure financière optimale et sensibilité informationnelle des titres », Annales d'Economie et de Statistique, N° 58, pp 57-99

<sup>2</sup> Molay, E., 2005, « La structure financière du capital : Tests empiriques sur le marché français », Finance Contrôle et Stratégie, Vol 8, N° 4, pp 153-175

<sup>3</sup> Dufour, D. et Molay, E., 2010, « La structure financière des PME françaises : Une analyse sectorielle sur données de panel », Crises et Nouvelles Problématique De La Valeur, France, p 3

<sup>4</sup> Leary, M. et Roberts, M R., 2010, « The pecking order capacity and information asymmetry », Journal of Financial Economics, Vol 95, pp 332-355

<sup>5</sup> Lemon, M L. et Zender, J F., 2004, « Debts capacity and capital structure theories », Working Paper, University of Utah.

<sup>6</sup> Fama, E., French, K., 2005, « Financing Decisions : Who issues stock ? », Journal of Financial Economics, Vol76, pp 549-582



### Section 2 : Politique de dividende

Le dividende est une composante fondamentale de la rentabilité qui 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.

La politique de dividende est la décision de l'entreprise de verser des dividendes plutôt que de réinvestir les bénéfices non répartis dans l'entreprise. Cette décision est considérée comme la troisième décision majeure en finance qui a suscité beaucoup de débat et qui en suscite toujours.

L'approche néoclassique des marchés en équilibre considère que la politique de dividendes est neutre et n'a pas d'impact sur la richesse des actionnaires. La théorie des signaux considère le dividende comme un outil de communication entre l'entreprise et son marché. La théorie d'agence montre qu'en cas de conflits entre les actionnaires et les dirigeants, l'actionnaire peut utiliser le dividende pour discipliner le dirigeant.

Une politique optimale de la distribution de dividendes doit contribuer à la création de la valeur pour les actionnaires. Cette section présente les différentes approches menées pour l'analyse de la politique de dividendes et son impact sur la maximisation de la richesse des actionnaires.

#### I- La politique de distribution de dividendes<sup>1</sup> :

##### 1- La distribution de la totalité des bénéfices :

Sous l'idée que les actionnaires préfèrent recevoir "plus" de dividendes à "moins" de dividendes, Rubner (1966) propose de distribuer la totalité des bénéfices sur les actionnaires. En réalité, les entreprises n'adoptent pas cette stratégie car elles ne sont encouragées ni par la fiscalité ni par les actionnaires puisque la distribution de dividendes affecte considérablement l'autofinancement de l'entreprise.

##### 2- La politique résiduelle des dividendes :

*« Dans la mesure où les sociétés n'adoptent que les projets rentables, ayant une valeur actualisée nette positive, tout bénéfice supplémentaire doit être distribué sous forme de dividende : c'est l'approche d'un dividende résiduel. En pratique, cette politique n'est pas suivie par les dirigeants puisqu'en général, les sociétés optent pour une politique*

---

<sup>1</sup> Bellalah. M. « Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence des coûts d'information », sur le site : [www.cereg.dauphine.fr](http://www.cereg.dauphine.fr), p4 - 6

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

*caractérisée par une augmentation 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 ».*

### **3- L'absence de distribution de dividendes :**

Selon Clarkson et Elliott (1966), le dividende constitue un luxe que ni les entreprises ni les actionnaires ne peuvent se permettre. En réalité, il est rare de voir les entreprises retenir la totalité des bénéfices en réserves sans les distribués.

### **4- La politique d'un dividende stable :**

Cette politique rejette l'hypothèse d'absence de distribution et celle de distribution totale des bénéfices. A ce titre, il est important que les entreprises suivent un ratio de distribution relativement stable à long terme.

## II- La problématique de la politique de dividende :

### **1- L'approche traditionnelle de la politique de dividendes :**

L'approche traditionnelle suppose qu'il existe une structure optimale de la politique de distribution de dividendes. Cette politique est déterminée en tenant compte de la disponibilité de fonds internes à utiliser pour financer les investissements<sup>1</sup>.

La pensée traditionnelle de la politique de dividendes revient à Gordon (1958) pour qui la politique de dividendes influencerait le prix de l'action, et ce dernier serait, d'autant plus élevé que l'entreprise verserait dans l'immédiat de généreux dividendes, Charest et al (1990) confirment que la question n'est pas d'échanger des dividendes sûrs dans l'immédiat contre des dividendes futurs et incertains, mais plutôt des dividendes sûrs dans l'immédiat contre un gain en capital sûr dans l'immédiat<sup>2</sup>. « *C'est en 1961 que Modigliani et Miller ont démontré dans un article célèbre, sur un marché financier parfait, en l'absence de différence entre l'imposition des dividendes et des plus-values en capital, un investisseur rationnel cherchant à maximiser sa richesse ne devait pas se préoccuper de dividendes versés. En un mot, la politique de dividendes serait neutre vis-à-vis de la valeur de l'action* »<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Lapointe. M-A, 1995, « Risque, réputation et signalisation par le dividende », Thèse de Doctorat en Gestion, Université de Sherbrooke (Québec), Canada, P4.

<sup>2</sup> Choret. G, Lusztig P. et Shawb. B., 1990, « Gestion financière », Edition du Renouveau Pédagogique, 2ème édition, Montréal, P688.

<sup>3</sup> Albouy. M., 1990, « La politique de dividendes des entreprises », Revue d'économie Financière, N° 12-13, PP 204-251.

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

### ***2- L'approche de Modigliani et Miller (1961) :***

Selon Graham et Dodd (1951), les entreprises distribuent les dividendes parce que les actionnaires préfèrent recevoir un dollar de dividende certain au lieu de le conserver pour l'autofinancement<sup>1</sup>.

L'approche de neutralité de la politique de dividendes a vu la lumière par les travaux de Modigliani et Miller (1961) pour que, dans un marché parfait, les actionnaires sont indifférents entre recevoir des revenus sous forme de dividendes ou de plus-values. Plusieurs auteurs ont validé cette idée. Selon Modigliani et Miller, le cours de l'action est déterminé par la capacité bénéficiaire de l'entreprise telle qu'elle résulte de sa politique d'investissement<sup>2</sup>.

Selon Modigliani et Miller (1961), la valeur d'une entreprise ne dépend pas de sa politique d'investissement. Pour les auteurs, il n'existe pas de politique de dividende optimale<sup>3</sup>.

Les auteurs affirment que le prix de l'action et tel que le taux de rendement\* de chaque action est le même sur le marché quelle que soit la période.

Selon Modigliani et Miller (1961)<sup>4</sup>, plus l'entreprise distribue des dividendes, plus elle aura besoin de ressources extrêmes pour financer son investissement aussi, l'entreprise doit émettre de nouvelles actions lorsqu'elle désire augmenter son dividende mais sans toucher à la politique d'investissement et d'endettement, ce qui fait que la valeur de l'entreprise reste inchangée puisque les flux monétaires et le risque resteront aussi les mêmes. A ce titre, les nouveaux actionnaires n'accepteront d'acheter de nouvelles actions que si l'entreprise peut leur offrir des actions qui valent leur coût. En revanche, les anciens actionnaires subiront une perte en capital sur leurs actions qui sera compensée par le dividende qu'ils recevront, alors que les nouveaux paieront un juste prix sous les nouvelles actions. D'après Modigliani et Miller (1961), l'entreprise doit maintenir une politique de dividende stable, ce qui rend les marchés imparfaits. Cette idée a été critiquée par de nombreuses recherches empiriques.

---

<sup>1</sup> Graham B. et Dodd D., 1951, « Securities analysis: principals and techniques », New York. Mc Graw-Hill.

<sup>2</sup> Benhmade. B., 1983, « La politique de distribution des dividendes », Revue Gestion et Société, N10, Casablanca, Maroc, PP 8-21

<sup>3</sup> Wongchaiwat. P., 2011, « Politique de dividendes des entreprises sur les marchés émergent d'Asie. Thèse de Doctorat en sciences économique. Université Paris I-Panthéon Sorbonne, P10.

\* Dividendes + Plus-value en capital investi

<sup>4</sup> Modigliani. F, Miller. M. H., 1961, « Dividend policy, growth and the valuation of shares », Journal of business, Vol 34, n°4.

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

Selon le modèle de Gordon (1962), la politique d'investissement et la politique de dividende sont neutres sauf si la valeur actuelle nette de l'investissement marginal est nulle. Pour Gordon, le prix d'une action et le coût du capital dépendent de la politique de distribution de dividendes<sup>1</sup>.

Modigliani et Miller (1963) reprochent à Gordon d'avoir confondu entre l'effet de la politique de dividendes et celle d'investissement<sup>2</sup>.

Gordon, par erreur, a attribué à la politique de dividende l'effet de variation de la politique d'investissement\*.

Le modèle de Gordon a été corrigé par Brennan (1971)<sup>3</sup>. Il considère d'abord que les cash-flows varient pendant toutes les périodes et la variation de la politique d'investissement doit donc être prise en considération.

Rubinstein (1976)<sup>4</sup> suppose que l'entreprise change sa politique de dividendes. L'auteur a associé ses conclusions à celles de Gordon et Brennan, pour lui, dans un marché parfait, la politique de dividendes est neutre. Rubinstein ajoute que les imperfections du marché peuvent affecter l'entreprise et que la politique de dividendes dans ce cas, ne reste plus neutre.

Contrairement à Modigliani et Miller, De Angelo et De Angelo (2006)<sup>5</sup> affirment que la politique de dividendes n'est pas neutre et que la politique d'investissement, dans un marché parfait, n'est pas le seul déterminant de la valeur de l'entreprise. Les auteurs contrarient l'hypothèse de Modigliani et Miller qui supposent que l'entreprise distribue tous ses cash-flows sous forme des revenus, ce qui rend les actionnaires indifférents à toutes les politiques de distribution possibles, et constitue donc une politique d'investissement sous optimale, c'est la raison pour laquelle la politique de dividendes n'est pas neutre. Les auteurs arrivent à la conclusion que ni la politique d'investissement, ni la politique de dividendes ne sont neutres, mais qu'elles sont toutes les deux indéterminées. Ils affirment également que la politique de dividende affecte la richesse des

---

<sup>1</sup> Lapointe M-A, Op.cit, P5.

<sup>2</sup> Wongchaiwat. P., Op.cit, P17

\* Dans le modèle de Gordon, la variation d'investissement qui accompagne la variation de la politique de dividende a un impact sur le prix d'une action quelle que soit la façon dont il est financé.

<sup>3</sup> Brennan, M.J., 1971, « Taxes, market valuation and financial Policy », National Tax journal, Vol 23, PP 417- 429

<sup>4</sup> Rubinstein, M., 1976, « The valuation of uncertain income streams and the pricing of options », Bell Journal of Economic and Management Science, Vol 7, PP 407- 425

<sup>5</sup> De Angelo, H et De Angelo, L., 2006, « The irrelevance of the MM dividend irrelevance Theorem », Journal of Financial Economies, Vol 79, PP 293-315.

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

actionnaires non seulement parce qu'elle affecte le choix de projet d'investissement mais aussi à cause des imperfections du marché.

Handley (2007)<sup>1</sup> reprend les conclusions de Modigliani et Miller et celle de De Angelo et suppose que l'entreprise est financée uniquement par des actions et que l'environnement économique est certain. Selon l'auteur, une augmentation de dividendes peut être financée par une augmentation des émissions d'actions et rachats d'actions. Selon Wongchaiwat (2011)<sup>2</sup> ceci peut être considéré comme un substitut de financement afin d'éviter de confondre les effets de variation de la politique de dividendes avec ceux de variation de la politique d'investissement. Wongchaiwat ajoute que dans ces conditions, une société peut réduire le montant des dividendes en constituant des réserves destinées à racheter des actions de sorte que soit maintenue la politique d'investissement. En outre, la prise en considération des coûts d'agence fait que, si les dirigeants distribuent une partie des bénéfices de l'entreprise, les politiques de distribution plausibles ne rapportent pas toutes la même richesse aux actionnaires. Les coûts d'agence ne sont donc pas constants, ils dépendent des politiques de versement et, dans ces conditions, la neutralité n'est plus validée.

La théorie de neutralité des dividendes de Modigliani et Miller (1961) affronte les trois imperfections suivantes<sup>3</sup> :

- L'insuffisance de l'information qui fait que les dividendes ont un contenu informationnel beaucoup plus important que les bénéfices,
- Les coûts des transactions,
- La fiscalité des dividendes.

En réalité, la thèse de neutralité de la politique de dividende n'est pas une référence pour les chercheurs. D'autres phénomènes doivent être pris en considération, telles la fiscalité, l'asymétrie d'information et l'existence de conflits d'intérêt entre dirigeants et actionnaires, pour lesquelles la politique de dividendes a une influence sur la richesse des actionnaires.

---

<sup>1</sup> Handley, L.P., 2007, « Large Sample Properties of generalized method of moments estimations », *Econometrica*, Vol 50, PP 1029 - 1054.

<sup>2</sup> Wongchaiwat, P, Op.cit, P30

<sup>3</sup> Benhmade, B, 1983, « La politique de distribution des dividendes », *Revue Gestion et Société*, N° 10, Casablanca, Maroc, P 14.

### ***3- La prise en compte de la fiscalité :***

L'hypothèse de neutralité de la politique de dividendes a été suivie par une série de travaux portant à la fois sur les effets de la fiscalité, le contenu informationnel du signal par le dividende, l'effet clientèle et l'effet taille.

La différence d'imposition entre les dividendes et le gain en capital pourrait faire en sorte que les actionnaires aient une préférence pour un niveau de dividende donné. Les actionnaires qui ont un taux marginal d'imposition élevé (faible) préféreront les actions à dividendes faibles (élevés). Cela fera en sorte que chaque entreprise s'attirera une clientèle composée d'actionnaires qui préfèrent un niveau de dividendes particulier qu'elle offre (effet de clientèle).

Selon Jensen (1986)<sup>1</sup>, les entreprises préfèrent les cash-flows au lieu de les distribuer sous forme de dividendes. Elles préfèrent les investir à un coût inférieur au coût du capital. Brennan (1971)<sup>2</sup>, Litzenberger et Ramasway (1979)<sup>3</sup> affirment que, lorsque l'impôt sur la plus-value est inférieur aux dividendes, il existe une relation linéaire entre l'augmentation du taux de rentabilité exigée sur les actions et le taux de rendement des dividendes. Pour Black et Scholes (1974)<sup>4</sup> ainsi Miller et Scholes (1978)<sup>5</sup>, il n'existe aucune relation entre le taux de rentabilité des actions et le rendement des dividendes. Modigliani et Miller (1961) ainsi que Black et Scholes (1974)<sup>6</sup>, pensent que pour des raisons fiscales ou institutionnelles, certains actionnaires préfèrent les dividendes à la plus-value.

La fiscalité est donc un facteur important pour déterminer la politique de dividendes des entreprises, mais ne constitue pas une réponse satisfaisante aux problèmes du dividende puisqu'elle n'explique pas pourquoi les entreprises changent leur politique de dividende une fois celle-ci établie.

---

<sup>1</sup> Jensen, M. C, Op.cit, PP 323-329

<sup>2</sup> Brennan, M,J, Op.cit, PP 417- 429

<sup>3</sup> Litzenberger, R et Ramasway k., 1979, «The effects of personal taxes and dividends on capital assets prices : Theory and empirical evidence », Journal Of Finance Economics, Vol 1, PP 163-195.

<sup>4</sup> Black F. et Scholes, M., 1974, «The effects of dividend yield policy on common stock prices and returns», Journal of Financial Economics, Vol 1, PP 1-22.

<sup>5</sup> Miller, M.et Scholes, M., 1978, « Dividends and taxes », Journal of Financial Economics, Vol 6, PP 233-264.

<sup>6</sup> Black et Scholes M. , Op.cit, PP 1-22

### **4- La politique de dividendes et la théorie du signal :**

Albouy (1990)<sup>1</sup> affirme que « sur les marchés financiers, il existe un différentiel d'information important entre les dirigeants et les investisseurs. Ces derniers ne dissipent que des informations émises par les dirigeants et principalement sur les exercices passés à travers les documents compatibles. Or, ce qui intéresse les actionnaires c'est naturellement le futur de l'entreprise. Dans ce contexte, comment les dirigeants des bonnes entreprises peuvent informer pleinement les acheteurs d'actions de la qualité de leur projet ? Une réponse possible est la politique de dividendes ». Ce n'est qu'à la fin des années 1970 et au début des années 1980 que les modèles des signaux ont été développés. Les plus connus sont ceux de Bhattacharya (1979), Miller et Rock (1985) et John et Williams (1985). Dans ce contexte, les entreprises utilisent les dividendes pour signaler leurs perspectives ou une hausse (baisse) de dividende pour signaler que l'entreprise a une belle (mauvaise) perspective. La théorie des signaux explique pourquoi les entreprises distribuent autant de dividendes.

#### *a) Le rôle informatif du dividende :*

Selon Linter (1956)<sup>2</sup>, lorsque les dirigeants constatent une hausse régulière des résultats, les entreprises augmentent les dividendes. Miller et Roch (1985)<sup>3</sup> ont montré que l'augmentation des dividendes envoie au marché des signaux sur l'état actuel des résultats de l'entreprise, ce qui conduit à une hausse des cours boursiers et vice versa. Bhattacharya (1979)<sup>4</sup>, John et Williams (1985)<sup>5</sup>, Kalay (1980)<sup>6</sup> et Miller et Rock (1985)<sup>7</sup> montrent que le dividende informe le marché des cash-Flows présents et (ou) futurs.

Benartzi, Michaely et Thaler (1997)<sup>8</sup> affirment que les changements de dividendes ne révèlent pas une information concernant les résultats futurs de l'entreprise. Watts (1973)<sup>9</sup>

---

<sup>1</sup> Albouy. M, Op.cit, P 242

<sup>2</sup> Linter J., 1956, « Distribution of incomes of Corporations among dividends, Retained Earnings and Taxes », American Economic Review, Vol 46, PP 97-113

<sup>3</sup> Miller M.et Rock R., 1985, « Dividend policy and asymmetric information », Journal Of Finance, Vol 40, N°4, September, PP 1031-1051

<sup>4</sup> Bhattacharya. S., 1979, « Imperfect information, dividend policy and the bind in the hand fallacy », Bell Journal of Economics, Vol 10, N1, PP 259-270

<sup>5</sup> John K. et Williams J., 1985, « Dividend distribution and taxes : A signaling equilibrium », Journal Of Finance, Vol 40, N°4, September, PP 1053-1069.

<sup>6</sup> Kalay A., 1980, « Signaling information content and the reluctance to cut dividends », Journal of Financial and quantitative Analysis, Vol 15, N°4, PP 855-863

<sup>7</sup> Miller et Rock, Op.cit, PP 1045

<sup>8</sup> Benartzi, s., Michaely, R., et Thaler, R., 1997, « Do changes in dividends signal the future or the past? » Journal Of Finance, Vol 52, N°3, PP 1007-1043

<sup>9</sup> Watts, R., 1973, « The information content of dividends », Journal Of Business, Vol 46, N°2, PP 191-211

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

montre l'existence d'une relation entre les résultats historiques et les variations de dividendes.

Selon Bellalah (1998)<sup>1</sup> « *la suppression des dividendes peut signaler une augmentation des résultats dans l'avenir* » Il ajoute aussi que le modèle de Linter est la meilleure description de la politique de dividendes.

Allen et Michaely (2002)<sup>2</sup> ont critiqué la conclusion de Modigliani et Miller (1961) d'avoir considéré que tous les agents de l'entreprise ont le même ensemble d'informations. Les auteurs affirment qu'en réalité, ce n'est pas toujours le cas, et que les dividendes peuvent signaler des informations à l'extérieur sur la valeur de l'entreprise. Les auteurs ajoutent que la politique de dividendes peut affecter la valeur de l'entreprise.

### *b) Politique de dividende et théorie des signaux :*

La politique de dividendes est l'un des signaux utilisés par l'entreprise pour révéler au marché son état de santé. Plusieurs modèles de signalisation par les dividendes ont été élaborés, notamment ceux de Kalay (1980), Bhattacharya (1979), John et Williams (1985) et Miller et Rock (1985).

Ross (1977), Bhattacharya (1979), Hakansson (1982) ont utilisé la théorie du signal pour expliquer la politique de dividende. Dans la mesure où les dirigeants disposent d'une meilleure information sur les résultats de l'entreprise, le dividende est utilisé pour signaler l'état de la situation financière future de l'entreprise.

Selon Bhattacharya (1979)<sup>3</sup>, les dirigeants évitent les opérations de rachat d'actions et optent pour distribuer les bénéfices sous forme de dividendes. Ces derniers maximisent la richesse des actionnaires. L'entreprise peut emprunter pour distribuer des dividendes lorsque les bénéfices sont insuffisants. En revanche, elle est pénalisée puisqu'elle subit un coût sur l'endettement. Le modèle de Bhattacharya reflète l'impôt personnel sur les dividendes, puisqu'un taux d'imposition élevé est associé à un dividende "optimal" moins important.

Selon John et Williams (1985)<sup>4</sup>, l'annonce d'une augmentation du montant du dividende conduit généralement à une hausse des cours boursiers.

---

<sup>1</sup> Bellalah. M, Op.cit, P 12

<sup>2</sup> Allen F. et Michaely, R., 2003, « Payout policy », Handbook Of The Economic Of Finance, Vol 1, PP 337-429

<sup>3</sup> Bhattacharya. S, Op.cit, PP 259-270

<sup>4</sup> John K. et Williams, Op.cit, PP 1053-1069



## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

Dumontier (1984)<sup>1</sup> arrive à la conclusion que lorsque le dividende versé est supérieur au dividende anticipé, l'entreprise envoie un signal positif au marché, et vice-versa.

Il existe aujourd'hui deux façons de distribuer un dividende : soit en numéraire (sous forme d'argent), soit en actions. La distribution de dividendes sous forme de nouvelles actions conduit à l'augmentation du nombre d'action dans la société sans influencer la part de chaque actionnaire. Selon Grinblat et al. (1984)<sup>2</sup>, une telle décision entraîne une augmentation du cours boursier, ceci envoie au marché un bon signal sur les bénéfices anticipés des entreprises.

D'après Baker et Gallagher (1980)<sup>3</sup>, la distribution d'actions gratuites permet à l'entreprise d'augmenter les transactions, sur les actions, au marché financier.

Selon Woolridge et Chambers (1983), la distribution d'actions gratuites est un bon signal sur les perspectives de l'entreprise.

Dans un équilibre de signaling, le dividende permet la maximisation de la richesse des actionnaires, mais ce n'est pas toujours le cas, car les actionnaires ignorent d'autres informations pertinentes.

### *c) Les modèles de signalisation par les dividendes :*

Il existe deux types de modèles de signalisation : le premier avec coûts directs de signalisation et le deuxième sans coûts directs de signalisation. Dans le premier modèle, les coûts affectent directement la rémunération des dirigeants ou les revenus des actionnaires. Le deuxième modèle suppose que la richesse des actionnaires est affectée en raison du lien entre la valeur boursière de l'entreprise et la qualité des signaux émis.

#### **c-1 : Le modèle de Bhattacharya :**

Bhattacharya (1979)<sup>4</sup> a été le premier à étudier le mécanisme de signalisation par le dividende. Pour lui, l'annonce de distribution de dividende permet aux investisseurs de fixer la valeur de la firme. Les dirigeants, qui cherchent toujours à maximiser la richesse des actionnaires, sont amenés à déterminer le niveau des dividendes qui maximise la valeur de la firme en tenant compte de la fiscalité.

---

<sup>1</sup> Dumontier. P., 1984, « Dividendes et information des actionnaires : Le comportement des entreprises et la création du marché parisien », Thèse de 3<sup>e</sup> cycle en sciences de gestion, Université de Grenoble II.

<sup>2</sup> Grinblat. M., Masulis. M. et Titman. S., 1984, « The valuation of stock splits and stock dividends », *Journal of Financial Economics*, Vol 13, pp 461 – 490

<sup>3</sup> Baker. H. K. et Gallagher. P. L., « Management's view of stock splits », *Financial Management*, Vol 9, N° 2, pp 73 - 77

<sup>4</sup> Bhattacharya. S., Op.cit, PP 259-270

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

Bhattacharya suppose que la distribution des dividendes et les rachats d'actions sont des substituts parfaits l'un pour l'autre et qu'ils conduisent au même résultat.

Selon Bhattacharya, les cash-flows sont incertains et distribués d'une façon uniforme. Pour l'auteur, le dividende annoncé au  $t_0$  est distribué en  $t_1$ . Les dirigeants (neutres vis-à-vis du risque) choisissent le dividende qui maximise la valeur espérée des fonds propres investis par les actionnaires de l'entreprise.

Ce modèle essaye d'éliminer les problèmes d'asymétrie d'information puisqu'il suppose que le taux de distribution des dividendes doit être proche de 100%, et que le taux d'imposition des dividendes et celui des plus-values sont les mêmes. Cette conclusion est irréaliste. De plus, ce modèle suppose que les entreprises empruntent pour payer des dividendes supérieurs au montant des résultats effectivement réalisés.

Selon Eades (1982)<sup>1</sup>, plus l'entreprise est risquée, moins elle distribue des dividendes. Il sera alors préférable pour les entreprises de garder une plus grande partie des bénéfices dans des réserves afin de faire face aux risques et de distribuer le reste aux actionnaires.

### **c-2 : Le modèle de John et Williams :**

John et Williams (1985)<sup>2</sup> supposent un modèle fondé sur la dilution. Ils supposent que lorsque les entreprises ont besoin de fonds pour financer leurs projets d'investissement, elles peuvent soit émettre des actions, soit en racheter moins. De même, les actionnaires qui ont besoin de liquidité peuvent vendre une partie de leur besoin. Les auteurs supposent un modèle à une seule période où, afin de satisfaire leurs besoins de liquidité, les actionnaires imposent aux dirigeants de verser des dividendes en début de période. Par conséquent, une partie des actions va être vendue. De ce fait, les actionnaires subissent une dilution de leurs droits de propriété qui affecte les montants de dividendes reçus lors de la liquidation de l'entreprise en fin de période.

John et Williams supposent que les rachats d'actions des entreprises ne permettent pas d'émettre un signal suffisamment fort. Pour cette raison, les entreprises utilisent la distribution des dividendes au lieu des rachats d'actions.

---

<sup>1</sup> Eades. K. M., 1982, « Empirical evidence on dividends as a signal of firm value », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*

<sup>2</sup> John K. et Williams, Op.cit, PP 1053-1069

### **c-3 : Le modèle de Miller et Rock :**

Miller et Rock (1985)<sup>1</sup> ont supposé un modèle sans coût directs de signalisation, pour qui, en cas d'incertitude sur les résultats futurs, l'annonce du dividende ne permet que conduire à un ajustement automatique du cours de l'action.

Les auteurs affirment que la valeur de l'action est totalement indépendante des dividendes. Les auteurs se basent sur l'hypothèse qui stipule que les entreprises, pour augmenter les dividendes, doivent réduire le montant des investissements.

La critique adressée aux auteurs est d'avoir négligé la prise en compte des impôts où les dividendes ne restent plus le meilleur instrument de signalisation, on fait donc recours aux rachats d'actions qui permettent d'atteindre le même objectif, mais avec un coût faible.

### **5- La politique de dividendes et la théorie d'agence :**

La politique de distribution des dividendes affecte trois types d'agents économiques d'une entreprise ; les actionnaires, les dirigeants et les créanciers obligataires. La théorie d'agence permet de mieux comprendre les conflits d'intérêts et comment peut-on les résoudre. Dans ce contexte, la distribution de dividendes peut être un moyen de résolution des problèmes d'agence entre les différents agents économiques de l'entreprise. Easterbook (1984)<sup>2</sup> affirme que la politique de dividendes peut être utilisée pour minimiser les coûts d'agence. Pour l'auteur, lorsque les dirigeants détiennent des parts dans l'entreprise, ils sont incités à agir dans l'intérêt des actionnaires. Le dividende contribue donc à résoudre partiellement les problèmes d'agence.

Rozeff (1982)<sup>3</sup> affirme que la politique de dividendes n'est optimale que si les coûts d'agence sont réduits au minimum.

La politique de dividende est un instrument efficace pour transférer la richesse des créanciers aux actionnaires. Ce transfert de richesse peut se faire par deux façons. Premièrement, les actionnaires émettent de la dette pour recevoir des dividendes. Deuxièmement, ils peuvent refuser d'investir dans des projets à valeur actuelle nette positive, et se verser des dividendes plus importants. Ces situations créent des conflits

---

<sup>1</sup> Miller M. et Rock R, Op.cit, PP 1031-1051

<sup>2</sup> Easterbook. F. H, « Two agency cost explanation of dividends », American Economic Review, Vol 74, N°4, pp 650 – 659

<sup>3</sup> Rozeff. M. S., 1982, « Growth, beta and agency costs determinants of dividend payout ratios », The Journal of Financial Research, Vol 15, pp 249 – 259

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

d'intérêts entre les actionnaires et les créanciers. Selon Kalay (1982)<sup>1</sup>, il faut fixer un maximum pour la distribution de dividendes, ce qui impose un minimum de dépenses d'investissement. Mais ceci ne peut être toujours une bonne solution puisqu'il conduit au risque d'adopter des projets d'investissement peu rentables.

Les coûts d'agence des fonds propres concernent les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. Ces coûts peuvent être réduits par la distribution de dividendes en réduisant l'autofinancement (ou en augmentant le recours à l'endettement) et en obligeant l'entreprise à lever souvent de nouveaux fonds propres sur les marchés financiers, ce qui oblige les dirigeants à respecter les intérêts des actionnaires.

Certains dirigeants engagent l'entreprise dans des opérations de diversification qui réduisent non seulement les coûts de faillite, mais aussi, entraîne à une augmentation de la taille de l'entreprise, par conséquent, leur pouvoir et leurs rémunération. La distribution de dividendes, même si elle est une opération coûteuse, c'est un moyen efficace pour contrôler les activités des dirigeants, dans la mesure où les versements de dividendes soient compensés par des fonds nouveaux prélevés sur les marchés financiers. La décision de distribution de dividendes résulte d'un arbitrage entre la minimisation des coûts d'agence des fonds propres qui dépendent directement de la part relative du capital détenu par les principaux actionnaires et la minimisation des coûts supportés pendant l'émission de nouvelles actions. Selon Grossman et Hart (1980)<sup>2</sup> et Jensen (1986)<sup>3</sup>, moins les dirigeants détiennent des free cash-flows\*, plus il est difficile pour eux d'investir dans des projets à valeur actuelle négative.

Selon Lewellen (1981)<sup>4</sup>, le ratio de distribution de dividendes est positivement corrélé avec l'investissement total des dirigeants et que, leurs rémunérations annuelles sont négativement associés au cours boursier.

D'après Kalay (1982)<sup>5</sup>, la distribution de dividende en cas de difficulté financière conduit à la transformation de richesse des créanciers vers les actionnaires de l'entreprise.

---

<sup>1</sup> Kalay. A. 1982, « Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints», *Journal of Financial Economics*, Vol 10, N° 2, pp 211 – 233

<sup>2</sup> Grossman S.J. et Hart. O. D., 1980, « Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation», *Bell Journal of Economics*, Vol 11, pp 42 – 54

<sup>3</sup> Jensen. M. C., 1986, « Agency costs of free cash flow: corporate finance and takeovers », *American Economic Review*

\* C'est-à-dire augmenter la distribution de dividendes.

<sup>4</sup> Lewellen. W., 1981, « On the latter of party among financial obligation», *Journal of Finance*, Vol 36, pp 97-111

<sup>5</sup> Kalay. A, Op.cit, pp 211 – 233

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

Myers (1977)<sup>1</sup> et Jensen et Meckling (1976)<sup>2</sup> ont montré que les actionnaires, en cherchant à verser les dividendes par l'augmentation de l'endettement ou la diminution des investissements, peuvent exproprier les créanciers. Si ces derniers n'anticipent pas l'action des actionnaires, la valeur de marché des actions augmentera et la valeur de marché de la dette diminuera. Mais l'augmentation de l'endettement conduit à un risque de faillite, et donc une perte potentielle des créanciers. Il faudrait donc limiter la distribution des bénéfices. Bua et al. (1989) affirment que les entreprises fortement endettées ont tendance à distribuer moins de dividendes.

Quand les entreprises ne savent pas comment employer leurs cash-flows disponibles dans des projets rentables, il est préférable de les distribuer sous forme de dividendes<sup>3</sup>. Jensen affirme que « *si les cours boursiers augmentent en cas d'annonce d'une hausse de dividende, c'est que les dirigeants s'engagent à verser aux actionnaires tout ou partie de ses cash-flows disponibles plutôt que de les investir dans des projets d'investissement peu rentables* »<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Myers. S. C., 1977, « Determinants of corporate borrowing », Journal of Financial Economics, Vol 4, N°2, pp 147 - 175

<sup>2</sup> Jensen. M.C., Meckling. W.H, Op.cit, pp 305 – 360

<sup>3</sup> Wongchaiwat. P, Op.cit, p 85

<sup>4</sup> Wongchaiwat. P, Op.cit, p 86

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

### Section 3 : La rentabilité des entreprises:

Il est connu que les ratios financiers sont les plus anciens et simples outils de l'analyse financière et de l'analyse de planification. Ils sont apparus au milieu du 19<sup>e</sup> siècle, ils ont toujours été utilisés par les comptables et les analystes financiers pour prendre leurs décisions économiques, y compris sur l'investissement, et les décisions d'évaluation des performances. Beaucoup de modèles financiers et comptables ont été développés au cours des dernières décennies.

Le ratio financier peut être défini comme une relation entre deux informations financières quantitatives individuelles reliées l'une à l'autre d'une certaine manière logique. Cette liaison est considérée comme un indicateur financier significatif qui peut être utilisé par les différents utilisateurs de l'information financière<sup>1</sup>.

Tout ratio financier pourrait être utile est significatif si on le compare avec d'autres ratios similaires passés ou présents pour la même entreprise ou les entreprises similaires dans le même secteur. Même si les ratios financiers sont considérés comme utiles et pratiques, ils doivent être interprétés et analysés d'une manière rationnelle.

Il existe plusieurs ratios financiers utilisés par les comptables et les analystes financiers. La plupart de ces ratios peuvent être classés, selon l'utilisation dans l'analyse financière, comme suit : 1) Ratios de liquidité ; 2) Ratios d'activité ; 3) Ratios de rentabilité ; 4) Ratios de solvabilité et 5) ratios de marché.

Les ratios de rentabilité sont un indicateur de performance de l'entreprise. Ils sont généralement utilisés comme une mesure des revenus générés par l'entreprise pendant une période de temps en fonction de son niveau de vente, les actifs, le capital engagé, la valeur nette et le bénéfice par action. Les ratios de rentabilité mesurent la capacité d'une entreprise à générer des profits. Ils sont considérés comme des indicateurs de sa croissance, de son contrôle et de son succès. Les créanciers sont intéressés aux ratios de rentabilité car ils indiquent la capacité de l'entreprise à respecter ses obligations. Les actionnaires en sont également intéressés, ils leur indiquent la progression et le taux de rendement de leurs investissements.

Dans cette section, nous allons voir comment la rentabilité des entreprises va influencer sur la valeur qu'elles créent à leurs actionnaires. Nous allons d'abord présenter

---

<sup>1</sup> Kabajeh. M, Al Nu'aimet. S. et Dahmash. F., 2012, « The relationship between the ROA, ROE and ROI ratios with Jordanian insurance public companies market share prices », International Journal of Humanity and Social Science, Vol 2, N°2, pp 115 - 120

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

dans un premier point les différentes mesures de la rentabilité, le deuxième point est consacré aux différents facteurs qui peuvent changer le résultat des ratios de rentabilité, et enfin, nous allons voir comment ces ratios affectent notre valeur actionnariale.

### I- Les différentes mesures de la rentabilité des entreprises :

La rentabilité est étroitement liée à la capacité d'une entreprise à tirer des profits. Selon Nano (2003)<sup>1</sup>, « *le rentabilité renvoie à la notion de rente. Elle traduirait ainsi l'aptitude à créer de la rente pour les apporteurs de capitaux et tout particulièrement les actionnaires, détenteurs de droits résiduels* ». L'auteur distingue entre rentabilité économique et rentabilité financière. Pour lui, « *la rentabilité des fonds propres (ou rentabilité financière), portant sur la valeur des fonds propres, conduit à apprécier la valeur créée pour les actionnaires. La rentabilité économique, qui consiste d'avantage un critère de création de valeur, intègre l'ensemble des capitaux apportés (capitaux propres + dettes financières). La rentabilité s'apprécie dès lors en rapportant un élément de résultat (résultat net après impôts par exemple) à un élément d'actif ou de capitaux (actif investi, capitaux propres, capitaux permanents...)* ». Le ratio de rendement des actifs (ROA) et le ratio de rendement des capitaux propres (ROE) sont les ratios de rentabilité les plus utilisés.

#### 1- La rentabilité économique :

La rentabilité économique mesure les bénéfices réalisés de chacune des monnaies des actifs qui reflètent la façon dont la gestion utilise la source réelle de l'investissement pour avoir un bénéfice<sup>2</sup>. ROA est un ratio qui est souvent utilisé dans l'analyse de la rentabilité d'une entreprise. Comme un indicateur clé de la rentabilité, le ROA est défini comme le résultat des bénéfices avant impôts (BTP : Before Profits) par l'actif total (TA) et peut être divisé en quatre constituants<sup>3</sup> :

$$\text{ROA} = \frac{\text{BTP}}{\text{TA}} = \frac{\text{NI}}{\text{TA}} + \frac{\text{NII}}{\text{TA}} - \frac{\text{OV}}{\text{TA}} - \frac{\text{LLP}}{\text{TA}}$$

---

<sup>1</sup> Nano. G., 2003, « Compétitivité, rentabilité, productivité, emploi ... face à la variété des critères de performance », Revue internationale des relations de travail, Vol 1, N° 4, pp 84 – 124

<sup>2</sup> Ben Naccur. S, Goaiied. M. 2005, « The determinants of commercial banks interest margin and profitability: Evidence from Tunisia, Journal of Frontiers in Economics and Finance

<sup>3</sup> Martani. D. et Munaiseche. R. R., 2008, « Factors affecting profitability of multi-finance company in Indonesia », Working Paper, University of Indonesia

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

Où : NI est le revenu net d'intérêt, NII revenu non lié à l'intérêt, OV sont les frais généraux non liés à l'intérêt et LLP est la perte de provisionnement des prêts.

Athanasoglou et al. (2005)<sup>1</sup> définissent le ROA comme un reflet de la capacité de l'entreprise à générer des profits à partir de ses actifs, bien que ce ratio puisse être diminué en raison de l'existence d'activités hors-bilan.

Le rendement des actifs (ROA : Return On Asset) : 
$$\frac{\text{Bénéfice d'exploitation net}}{\text{Total de l'actif}}$$

Le ratio est calculé comme le bénéfice d'exploitation après impôts divisé par l'actif total. Le résultat d'exploitation est net des amortissements. L'actif total représente la somme des immobilisations et du besoin en fond de roulement d'exploitation. Ce ratio mesure la rentabilité d'exploitation de l'entreprise basée sur les profits générés par l'entreprise à partir de ses actifs.

Le ROA ou ROCE (Return On Capital Employed) est une mesure comptable de la richesse créée après impôts à répartir entre actionnaires et créanciers.

L'analyse de la rentabilité économique est réalisée à partir de sa décomposition en taux de marge économique et le taux de rotation de l'actif. Une bonne rentabilité économique s'obtient donc par une bonne profitabilité (marge élevée) ou par une forte rotation des capitaux investis.

La rentabilité économique est l'un des principaux indicateurs de rentabilité et d'efficacité. Elle permet d'analyser la rentabilité financière en déterminant son origine (soit une performance organisationnelle : bon niveau de rentabilité économique, soit une structure de financement à fort levier).

Il est très utile de lier la rentabilité économique au coût moyen pondéré du capital, c'est l'approche de la création de la valeur, mais :

- L'approche reste purement comptable sans intégration du risque : il peut sembler facile d'améliorer la rentabilité financière en s'endettant.
- L'approche fournit des rentabilités calculées ex post. Elles sont donc déconnectées des exigences de rentabilité (ex ante) des actionnaires établies à partir des marchés financiers.
- Nécessité d'intégrer la logique des marchés financiers pour enrichir l'approche de l'effet de levier et de tenir compte des rentabilités exigées par les actionnaires.

---

<sup>1</sup> Athanasoglou. P. P., Brissimis. S. N. et Delis. M. D. 2005, « Bank-specific, industry-specific and macroeconomics determinants of bank profitability », Bank of Greece Working Paper, Vol 25, June



### 2- La rentabilité financière :

La rentabilité des capitaux propres (ROE : Return On Equity) :

$$\frac{\text{Bénéfice net après impôts}}{\text{Total des capitaux propres}}$$

Le résultat net représente le bénéfice ou la perte enregistrés lors d'un exercice. Cette information se trouve dans les comptes de résultat de l'entreprise. Les capitaux propres sont l'argent apporté par les actionnaires de l'entreprise, les bénéfices mis en réserve ainsi que le dernier résultat net. Cette donnée est inscrite dans le bilan financier de l'entreprise.

Ce ratio est calculé comme le bénéfice net après impôts\* divisé par le total des capitaux propres. Plus ce ratio est élevé, plus les capitaux propres sont rentables.

Le ROE mesure le taux de rendement des actionnaires sur leurs investissements. Il est généralement utilisé pour mesurer la capacité d'optimiser l'utilisation des ressources disponibles.

La rentabilité financière permet de mieux définir les objectifs d'une entreprise par la maximisation de la valeur de l'actif économique (rentabilité économique) ou minimiser les coûts de financement (capitaux propres et dettes).

Bataille et Durant (2005)<sup>2</sup> affirment que la rentabilité économique est habituellement supérieure au taux d'intérêt. Les auteurs ajoutent que « *dans une telle situation, la rentabilité financière croît avec le levier d'endettement, ainsi le rendement des actions diffère d'une entreprise à l'autre en fonction du taux d'endettement* ».

Les auteurs affirment aussi que la relation entre rentabilité économique et rentabilité financière se traduit par la formule suivante :

$$R_f = R_e + (R_e - r) \underbrace{\frac{DN}{FP}}_{\text{Levier}} \\ \text{Effet de levier}$$

Où :  $R_f$  : la rentabilité financière,  $R_e$  : la rentabilité économique,  $r$  : le coût de l'endettement,  $DN$  : l'endettement net et  $FP$  : les fonds propres.

Selon Bataille et Durant (2005)<sup>3</sup>, « *La différence entre la rentabilité économique et la rentabilité financière, appelée effet de levier, est le produit de deux termes : la*

---

\* Ce ratio se mesure après impôts parce que le montant de l'impôt sur les sociétés ne revient pas aux actionnaires.

<sup>2</sup> Bataille. E. et Durant. D., 2005, « Mesures de la rentabilité des entreprises », Bulletin de la Banque de France, N° 134, pp 27 – 51

<sup>3</sup> Bataille. E. et Durant. D., Op.cit, pp 27 - 51

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

*différence entre rentabilité économique et le coût de la dette, d'une part, et le rapport des dettes aux fonds propres ou 'levier', d'autre part. La rentabilité financière augmente avec le levier d'endettement (DN / FP), à condition que la rentabilité économique soit supérieure au coût de l'endettement ( $R_e > r$ ) ... Le passage de la rentabilité économique à la rentabilité financière se fait par la prise en compte de la structure financière».*

Les auteurs ajoutent que plus le levier\* est fort, plus la rentabilité financière est sensible à l'évolution de la rentabilité économique.

Le ROE ne prend pas en compte la totalité des capitaux employés dans l'entreprise (capitaux propres + dettes). Une entreprise peut diminuer ses capitaux propres et s'endetter afin d'augmenter artificiellement son ROE. Ce dernier ne peut pas être un bon indicateur de la rentabilité de l'entreprise. On en déduit le calcul d'un nouveau ratio plus adapté, le ROTC : « Return On Total Capital ».

$$\text{ROTC} = \frac{\text{Résultat net de l'année N}}{\text{Capitaux propres + emprunts de l'année N - 1}}$$

### **3- Le rendement des investissements :**

Le rendement des investissements (ROI : Return On Investment) :

$$\frac{\text{Bénéfice net après impôts}}{\text{Total payé en capital}}$$

Ce ratio est calculé comme le bénéfice net après impôts divisé par le montant total versé dans le capital. Il mesure la rentabilité de l'entreprise en utilisant le capital investi. En d'autres termes, ce ratio exprime la capacité d'une entreprise à générer le rendement attendu sur la base de l'utilisation et la gestion des ressources investies par les actionnaires.

### **II- Les déterminants de la rentabilité financière :**

La rentabilité de l'entreprise est fonction de variables internes (les composantes de la rentabilité par exemple, le risque de l'entreprise : structure financière, risque d'exploitation, position concurrentielle, type de marché, etc.) et de variables externes (risque perçu par les marchés financiers : le beta, et le niveau de rentabilité exigé par les marchés financiers (MEDAF)).

---

\* Le levier est défini comme le rapport de la dette aux fonds propres. Il mesure la capacité des entreprises à rembourser leurs dettes, même lorsque leurs profits diminuent, en vendant leurs actifs financiers ou en réduisant leurs fonds propres.

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

Dans cette partie, nous nous intéressons aux différentes approches théoriques correspondant aux facteurs qui influencent la rentabilité des entreprises pour créer mieux de valeur aux actionnaires.

### **1- Les caractéristiques économiques des entreprises et la rentabilité :**

#### **a) La taille de l'entreprise et les économies d'échelle:**

La littérature économique montre que l'entreprise de grande taille est plus rentable que l'entreprise à petite taille parce qu'elle a un grand pouvoir sur le marché, exploite au maximum les ressources et assume son risque.

Vettori (2000)<sup>1</sup> affirme que la diminution des coûts unitaires et l'existence d'une taille optimale ont un impact sur la rentabilité des entreprises. Ceci est dû aux économies d'échelle internes qui prouvent des avantages aux entreprises.

La notion d'économie d'échelle ; née avec l'économie industrielle, se rattache à la notion des rendements d'échelle qui relie les variations de la quantité d'un bien produit à celles des inputs et des équipements nécessaires pour le fabriquer. A. Smith (1776) affirme que la division du travail permet à une entreprise de bénéficier des économies d'échelle et en conséquence de se développer.

Selon Graham (1923) et Ohlin (1933), seuls les rendements d'échelle croissants peuvent être une source de développement des entreprises où la taille (selon la plupart des économistes) en a un effet positif.

Haberler (1936), pour expliquer le rôle des économies d'échelle, a introduit dans son analyse des coûts d'opportunité.

Les économies d'échelle justifient les stratégies de performance des entreprises.

Il est bien connu que les entreprises de grande taille ne suivent pas le concept des économies d'échelle.

Bourk (1989)<sup>2</sup> affirme qu'il n'y a aucune relation entre la taille de l'entreprise et sa rentabilité. Autres études ont conclu que la taille de l'entreprise a un effet négatif sur sa rentabilité (Shepherd, 1972 ; Dunlop, 1992 ; Lafuente et Salas, 1984).

Paranque (1994)<sup>1</sup> affirme que les grandes entreprises ont une meilleure rentabilité que les PME.

---

<sup>1</sup> Vettori. G., 2000, « Les économies d'échelle: Du concept à l'application, le secteur bancaire suisse », Cahiers de recherche, Université de Genève, pp 1-12

<sup>2</sup> Bourk. P., 1989, « Concentration and other determinants of bank profitability in Europe, North America and Australia », Journal of Banking and Finance

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

Un certain nombre d'études ont examiné la relation entre la taille de la banque et sa rentabilité. La plupart des études considèrent que cette relation est négative.

Berger (1995)<sup>2</sup>, a examiné la relation entre le ROE et la taille des banques, mesurée par le ratio de l'actif, pour un échantillon de banques américaines pour la période 1983-1992. En utilisant le modèle de causalité de Granger, il montre que le ROE et la taille des banques ont tendance à être liés positivement.

Goddard et al. (2004)<sup>3</sup> ont étudié la performance des banques européenne dans six pays. Ils trouvent une relation relativement faible entre la taille et la rentabilité des entreprises, mesurée par ROE.

Ben Naceur et Goaid (2001)<sup>4</sup> affirment que la performance des banques tunisiennes, mesurée par ROA, ne dépend pas de leurs tailles mais de la productivité et la composition du portefeuille.

Shih et al. (2007)<sup>5</sup> affirment que la taille de la banque n'est pas corrélée avec sa rentabilité.

Ben Naceur (2003)<sup>6</sup> affirme, selon son étude effectuée sur les banques tunisiennes, qu'il y a une relation négative entre la taille et la rentabilité des banques. Il ajoute que ce résultat reflète l'inefficacité d'échelle.

### *b) La productivité de l'entreprise :*

Vettori (2000)<sup>7</sup> voit que la performance s'articule autour des critères d'efficience. Cette dernière, appréciée en termes de production, de profit ou de productivité, est mesurée par la quantité des ressources utilisées à la production, alors que l'efficacité renvoie à la réalisation ou non des objectifs.

---

<sup>1</sup> Paraque. J. J., 1994, « Compétitivité et rentabilité des entreprises industrielles », Collection entreprises, Banque de France

<sup>2</sup> Berger. A. 1995, « The relationship between capital and Earning in banking », Journal of Money, Credit and Banking, Vol 27, pp 404 – 431.

<sup>3</sup> Goddard. J, Molyneux. P, Wilson. J., 2004, « The profitability of European banks: a cross-sectional and dynamic panel analysis », The Manchester School, Vol 72, N° 3, pp 363 – 381.

<sup>4</sup> Ben Naceur. S, Goaid. M., 2001, « The determinants of the Tunisian deposit banks' performance », Applied Financial Economics, Vol 11, N° 3, pp 317 – 319.

<sup>5</sup> Shih. C, Zhang. Q. et Lin. M., 2007, « Comparing the performance of Chinese banks ; A principal component approach », China Economic Review, Vol 18, N° 1, pp 15 – 34.

<sup>6</sup> Ben Naceur. S, 2003, « The determinants of the Tunisian banking industry profitability: Panel evidence », Working Paper, pp 1 – 17.

<sup>7</sup> Vettori. G, Op.cit, pp 1-12

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

Selon Jacot (1998)<sup>1</sup>, la rentabilité est conditionnée par la productivité du travail, du capital et la compétitivité. Il affirme que la productivité agit pour réduire les coûts et améliore la rentabilité des entreprises.

Selon Enke (1950), une entreprise productive n'est nécessairement rentable. Enke affirme qu'il n'existe aucune relation entre la rentabilité des entreprises industrielles et sa productivité.

Nudell et al. (1998) ont étudié l'effet de la productivité sur la rentabilité de 3 entreprises américaines, il indique qu'il n'y a pas un lien de causalité entre la rentabilité et la productivité des entreprises.

### *c) L'investissement de l'entreprise :*

Les décisions des entreprises en matière d'investissement pourraient influencer leurs croissances. Ceci s'explique par le fait qu'une entreprise, devant une demande croissante, doit augmenter sa capacité de production. Elle investit pour faire face à cette demande. Selon Lessat et Woywode (2001), il existe une relation positive entre l'investissement et la rentabilité des entreprises. Abarbanell et Bushee (1997) pensent que cette relation est négative puisque les dépenses des investissements excessifs sont un mauvais signal.

### **2- L'environnement et la rentabilité des entreprises :**

On trouve parmi les facteurs qui influent sur la rentabilité des entreprises, des variables d'environnement telles que la région d'appartenance et le secteur d'activité.

#### *a) Le secteur de l'entreprise :*

Selon Dunne et al. (1989), la rentabilité des entreprises change selon la spécification du secteur. D'après Johnson et al. (1997)<sup>2</sup>, il existe une relation entre la rentabilité des entreprises et le développement interne du secteur. Le taux de rentabilité des entreprises dans des secteurs développés devrait être donc supérieur à celles dans des secteurs en diminution ou stagnation.

Une étude empirique, effectuée par l'INSEE (Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques) en 2007, montre que le secteur, dont lequel se trouvent les entreprises de l'échantillon, a un impact sur leurs rentabilités.

---

<sup>1</sup> Jacot. H., 1998, « Les figures de l'entreprise », Edition la découverte, Paris

<sup>2</sup> Johnson. Jet al. 1997, « Les jeunes entreprises montantes: Se donner les moyens de survivre et de croître », Statistique Canada, Division de l'analyse microéconomique, Ministère de l'industrie

### *b) La région de l'entreprise :*

Fujita et Thisse (2003)<sup>1</sup> affirment que l'agglomération géographique a un impact sur la rentabilité des entreprises.

Les économies d'agglomération font référence aux avantages que les entreprises peuvent tirer de la concentration spatiale des activités économiques. Il s'agit des avantages que les entreprises retirent de la proximité géographique d'autres entreprises. Selon Marshall (1920), cette proximité géographique génère trois types d'économies : les économies liées à la proximité d'un grand nombre de fournisseurs spécialisés (biens intermédiaires et services), celles liées à la présence d'un grand nombre de main d'œuvre stable et spécialisée, et celles liées à la diffusion des connaissances. Dans ce cas, la distance des fournisseurs et des sources d'information apporte des avantages à la performance des entreprises.

Si l'entreprise se trouve dans une zone où il y a d'autres entreprises, elle pourra bénéficier du recrutement et la formation des employés. Ce sont les avantages des économies d'échelle externes. Ces dernières sont des économies dont l'entreprise bénéficie de sa situation sectorielle ou géographique. Ces économies ne dépendent pas de la taille de l'entreprise, mais plutôt de la production globale de la zone géographique considérée, de la production globale du secteur d'activité de l'entreprise, ou encore de l'expérience accumulée par le secteur d'activité.

### **3- Les variables financières et la rentabilité financière :**

#### *a) L'endettement et la rentabilité des entreprises :*

Comme l'endettement affecte la valeur de l'entreprise, il a bien sûr un impact sur sa rentabilité. Il y a plusieurs facteurs qui interagissent entre la dette et la rentabilité des entreprises tels que la fiscalité, les coûts d'agence et l'asymétrie informationnelle.

Modigliani et Miller (1958)<sup>2</sup> affirment que la rentabilité économique détermine, compte tenu de la structure financière de l'entreprise et du coût de l'endettement, la rémunération des capitaux propres. Une hausse de l'endettement conduit à une hausse de la rémunération des capitaux propres. Selon les auteurs, la rentabilité financière croît avec le levier d'endettement. Ils montrent aussi qu'il n'y a pas de relation étroite entre le levier et la rentabilité économique.

---

<sup>1</sup> Fujita. M. et Thisse. J. F., 2003, « Globalization and the evolution of the supply chain: Who gains and who loses? », CORE Discussion Papers, Université catholique de Louvain, pp 1-29

<sup>2</sup> Modigliani. F. et Miller. M., Op.cit, pp 261-297

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

Ross (1977)<sup>1</sup> et Jensen (1986)<sup>2</sup> affirment que la dette, comme moyen de pression sur les dirigeants, peut avoir un effet positif sur la rentabilité de l'entreprise et par conséquent sur sa valeur. En revanche Altman (1984)<sup>3</sup> montre que l'excès de l'endettement est générateur de faillite. Myers (1977)<sup>4</sup> confirme cette conclusion.

### *b) Les capitaux propres de l'entreprise :*

Les capitaux propres peuvent être considérés comme étant une variable exogène qui influe sur la rentabilité des entreprises. L'augmentation des capitaux propres conduit à augmenter l'autonomie financière de l'entreprise, mais vu le faible apport des capitaux propres, la rentabilité est inférieure même parfois négative par rapport aux autres moyens externes de financement.

### III- Rentabilité et valeur de l'entreprise :

Les mesures de rentabilité ont souvent été utilisées comme indicateur de performance de l'entreprise dans de nombreuses études d'évaluation stratégique. Dans cette partie, nous allons présenter quelques enseignements des théories relatives à l'impact de la rentabilité de l'entreprise sur sa valeur.

Lévy-Garboua et Maarek (1995)<sup>5</sup>, ainsi que Plihon (2002)<sup>6</sup> affirment que la rentabilité économique est le déterminant clé de la rentabilité financière.

Hoarau (2000)<sup>7</sup> affirme que la relation entre la création de la valeur, mesurée par le ratio MV/FP (Valeur de marché / Fonds propres), et le rapport entre la rentabilité de l'entreprise et le coût du capital\* est la base de plusieurs modèles d'évaluation stratégiques anglo-saxons utilisés dans l'analyse des déterminants de la création de la valeur des entreprises. Selon l'auteur, trois modèles s'appuient sur cette relation pour évaluer les stratégies des entreprises : le modèle du Strategic Planning Association, le modèle du

---

<sup>1</sup> Ross. S, Op.cit, pp 23-40

<sup>2</sup> Jensen. M. C, Op.cit

<sup>3</sup> Altman. E I., 1984, « A further empirical investigation of the bankruptcy cost question », Journal of Finance, Vol 39

<sup>4</sup> Myers. S. C., Op.cit, pp 147-175

<sup>5</sup> Levy-Garboua. V. et Maarek. G., 1995, « La dette, le boom, la crise », Edition Economica, France

<sup>6</sup> Plihon. D., 2002, « Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance », Rapport du Commissariat Général au Plan, Septembre, France

<sup>7</sup> Hoarau. C., 2000, « Modèles d'évaluation stratégiques et facteurs explicatifs de la création de valeur pour l'actionnaire », IAE de Paris, GREGOR, N° 6, université ParisI, Panthéon, Sorbonne, pp 1-26

\* L'auteur a cité ce rapport parce que pour créer de la valeur il faut que la rentabilité dégagée soit supérieure au coût du capital.

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

groupe ‘Marakon Associates’ et celui du Mc Kisney<sup>\*\*</sup>. Le premier modèle relie la création de la valeur avec les résultats des décisions stratégiques exprimés par le ratio Rentabilité des capitaux investis ( $r_c$ ) / Rentabilité espérée du capital<sup>\*\*\*</sup> ( $r_a$ ). L’auteur affirme que si le ratio M/B est supérieur au ratio  $r_c / r_a$ , l’entreprise créera dans le futur plus de valeur, et vice-versa.

Le deuxième modèle du groupe Marakon Associates stipule que l’indice M/B est relié à l’écart ( $r_c - r_a$ ). D’après l’auteur, « *il résulte de cette relation quatre types de situations... La situation de revitalisation correspondant aux entreprises dont les performances futures seront supérieures à celle obtenues dans le passé. La situation d’excellence représente les entreprises qui maintiendront dans l’avenir leurs bonnes performances antérieures. La situation d’ornière correspond aux entreprises qui ne sont pas en mesure d’améliorer dans le futur des performances qui étaient médiocres dans le passé. Enfin, la situation de déclin représente, comme son nom l’indique, la situation des entreprises qui ont dégagée de bonnes performances dans le passé mais dont le marché estime qu’elles vont incliner* »<sup>1</sup>.

---

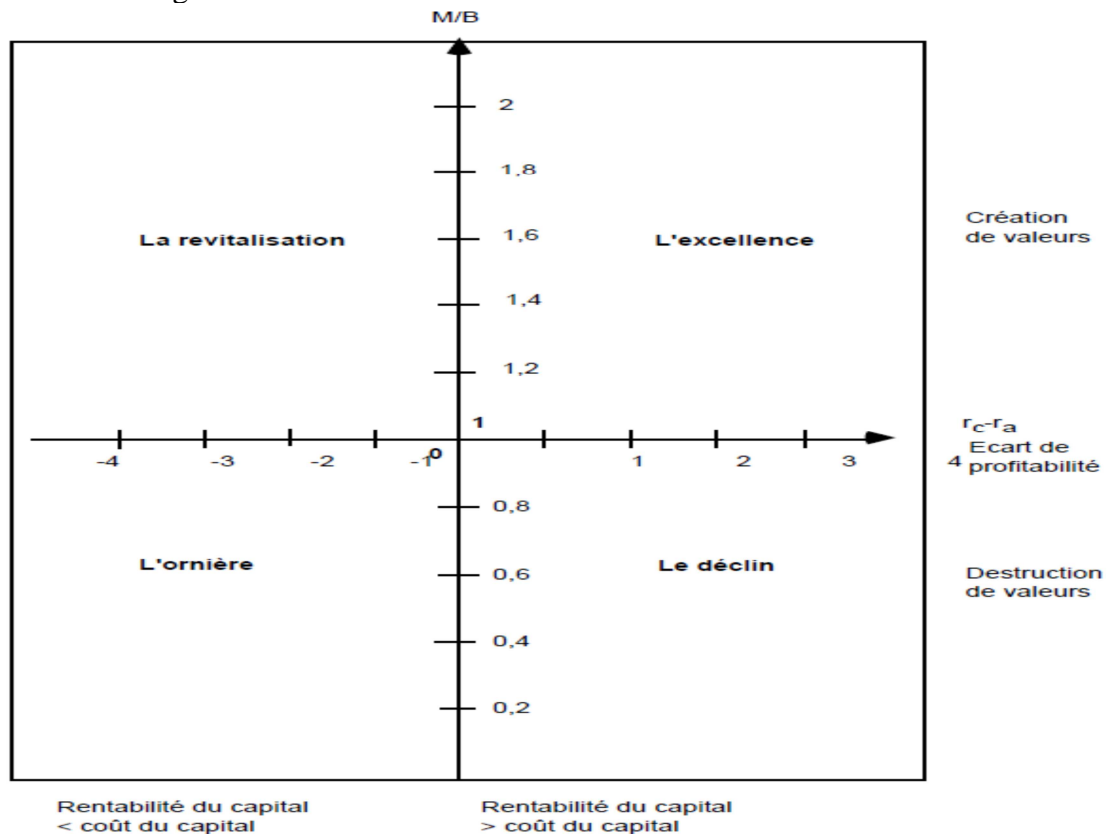
<sup>\*\*</sup> Issu à partir des travaux de Fruhan.

<sup>\*\*\*</sup> Cette rentabilité est identique au coût du capital.

<sup>1</sup> Hoarau. C, Op.cit, p4



Figure 2-1 : Modèle d'évaluation de Marakon Associates



Source : Hoarau. C, Op.cit, p 5

Selon Hoarau<sup>1</sup>, le modèle de Mc Kisney relie le ratio M/B au ratio VE/B où VE représente la valeur économique future de l'entreprise estimée à partir des flux financiers historiques et B la valeur comptable des fonds propres.

Le vaste domaine de la comptabilité et de l'information financière offre un certain nombre des mesures fondamentales de la performance d'une entreprise pendant une période comptable donnée. L'une de ces mesures financières est le bénéfice par actions (BPA). Certaines études ont conclu que le BPA est un facteur significatif lorsque l'entreprise augmente constamment ses BPA sur une période de temps plus longue. D'autres études, en particulier sur les entreprises américaines, ont conclu que de nombreuses entreprises n'ont pas connu de hausse des prix de l'action malgré l'augmentation de leurs BPA. Cela semble suggérer que les BPA ne peuvent pas être un bon indicateur de prix de l'action sur une période courte. Pour Menaje (2012), l'alternative ROE devrait être significativement corrélée avec le prix de l'action, car c'est un ratio de rentabilité.

<sup>1</sup> Hoarau. C, Op.cit, p6

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

Rowe et Mason (1987)<sup>1</sup> soulignent que l'utilisation des ratios financiers est très utile pour montrer la mesure dans laquelle les recettes de l'entreprise et les objectifs de rentabilité sont atteints. Selon Walsh (1987)<sup>2</sup>, le rendement des actifs (ROA), le rendement des ventes et le rendement des capitaux propres (ROE) sont les mesures de performance les plus employées. Peters et Waterman (1982)<sup>3</sup> ont utilisé ces mesures pour déterminer les entreprises performantes des non performantes. Krueger (1992)<sup>4</sup> confirme l'utilisation de ROA comme mesure de la performance des entreprises. House et Benefield (1995)<sup>5</sup> affirment eux aussi que le rendement des capitaux propres (ROA) est parmi les mesures de la valeur les plus largement utilisés, car il montre le rendement des actionnaires de l'entreprise pour une période donnée.

Pour mesurer la rentabilité d'une entreprise cotée, l'analyste financier se réfère au ROE.

Selon Bogue et Buffa (1984)<sup>6</sup>, il y a quatre facteurs qui contribuent à accroître la valeur : l'échelle (la taille), le rendement au-delà du coût du capital, la croissance intrinsèque et la durée durant laquelle la croissance peut être maintenue.

Branch et Gale (1983)<sup>7</sup> affirment que les principaux facteurs qui influent sur le cours de l'action sont la rentabilité (ROA), les perspectives de croissance et le risque. Les auteurs affirment ainsi qu'une entreprise avec un niveau de bénéfices supérieurs à la moyenne et des taux de croissance élevés produit un ratio valeur de marché / valeur comptable environ trois fois plus que celle à faible profit et à croissance lente.

Branch et Gale (1984)<sup>8</sup> en étudiant 600 entreprises, ont indiqué que la rentabilité des capitaux propres (ROE), la croissance des investissements (de l'actif), l'intensité de R&D, et la couverture des intérêts étaient significativement corrélés avec la valeur de l'entreprise mesurée par le ratio valeur de marché / valeur comptable.

---

<sup>1</sup> Rowe. A. J et Mason. R. O., 1987, « Strategy management: A methodological approach », Reading, Mass, Addison-Wesley

<sup>2</sup> Walsh. F. J., 1987, « Measuring business unit performance », National Industrial Conference Research Bulletin; N° 206, New-York

<sup>3</sup> Peters. T. et Waterman. R., 1982, « In search of excellence: Lessons from America's best run companies», Harper Collins Publishers, London

<sup>4</sup> Krueger . C. A., 1992, « Spotting profits and problems with ROA », Business, January – March

<sup>5</sup> House, W. C. et Benefield, M. E., 1995, « The impact of sales income growth on profitability and market value measures in actual and simulated industries», development In Business Simulation and Experimental exercises, Vol 22, pp 56-62

<sup>6</sup> Bogue. M. C. et Buffa. E. 1984, « Corporate strategic analysis », New York, The Free Press

<sup>7</sup> Branch. B. et Gale. B. 1983, « Linking stock price performance to strategy formulation», Journal of Business Strategy, pp 40 – 50

<sup>8</sup> Branch. B. et Gale. B. 1984, « Allocating capital more effectively», Sloan Management Review, pp 21 – 31

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

Buzzell et Gale (1987)<sup>1</sup> ont remarqué que la rentabilité des capitaux propres (ROE) a un grand impact sur la valeur des actions des entreprises de la base de données PIMS.

Selon Johnson et Soenen (2003)<sup>2</sup>, les entreprises à grande taille et rentables ont un meilleur rendement boursier.

Anggraini et al. (2004)<sup>3</sup> affirment qu'il y a une influence significative de la rentabilité financière sur les rendements boursiers.

Hobarth (2006)<sup>4</sup> a conclu que la rentabilité de l'entreprise a un impact sur le prix des actions.

Abu Hasheesh (2003) a constaté durant son étude sur les entreprises jordaniennes, que le prix des actions est influencé par la rentabilité financière, la rentabilité économique et même par la distribution des dividendes<sup>5</sup>.

Selon Irungu (2013)<sup>6</sup>, il existe une relation positive entre les ratios financiers tels le ROE et les cours boursiers. Par contre, Sparta (2005)<sup>7</sup> a montré que parmi les ratios financiers, il y a que le ROE qui a une influence significative sur la création de la valeur.

Selon Kennedy (2005), il y a un effet négatif de la rentabilité financière, mesurée par ROE, sur la valeur des actions.

Roswati (2007), d'après son étude, a montré que la rentabilité financière (ROE) ne joue son rôle que dans le secteur de vente en détail et le secteur de l'automobile<sup>8</sup>. Artus et Debonneuil (2000)<sup>9</sup> affirment qu'une hausse du ROE peut être obtenue en accroissant le levier d'endettement, ceci accroît le risque de faillite. Le ROE ne peut pas être une mesure de l'efficacité de l'entreprise.

---

<sup>1</sup> Buzzell. R. D et Gale. B. T., 1987, « The PIMS principals: Linking strategy to performance », New York, Free Press

<sup>2</sup> Johnson. R. et Soenen. L., 2003, « Indicators of successful companies », European Management Journal, Vol 21, N°3, PP 364 - 369

<sup>3</sup> Anggraini. R. R, Setiawati. L, Desembriato. D., 2004, « The role of fundamental analysis and financial statements on economic crisis in Indonesia », National Symposium on Accounting. Indonesia

<sup>4</sup> Hobarth. M. L., 2006, « Modeling the relationship between financial indicators and company performance: An empirical Study for listed companies », Dissertation Vienna University of Economics and Business Administration, France.

<sup>5</sup> Kabajeh. M. et al., Op.cit, p 117

<sup>6</sup> Irungu. P, 2013, « Effect of financial performance indicators on market price of shares in commercial banks of Kenya », International Journal of Management and Business Studies, Vol 3, N°3, pp 72 - 77

<sup>7</sup> Sparta. F., 2005, « Influence ROE, EPS, OCF on stock prices in manufacturing industries Jakarta Stock Exchange », Journal of Accounting, Vol 8, N°1

<sup>8</sup> Irungu. P, Op.cit, p 73

<sup>9</sup> Artus. P et Debonneuil. M., 2000, « Crises, recherche de rendement et comportement financiers : L'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques », Architecture Financière Internationale, Conseil d'Analyse Economique

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

Tandis que Hamzah (2007) affirme que les cours boursiers sont toujours expliqués par la rentabilité économique, mesurée par ROI. Di Mitropoulos et Asteriou (2009), en réalisant une étude sur 101 entreprises cotées à la bourse d'Athènes, affirment que la rentabilité est un bon déterminant des cours boursiers. Une année plus tard, Salehnejad et Brave (2010) ont trouvé que le ROA et ROE n'influent pas le prix des actions<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Irungu. P, Ibid

## Chapitre II : Les déterminants de la valeur actionnariale

---

### Conclusion

La croissance d'une entreprise est fonction de sa stratégie financière qui est un élément important dans le jeu concurrentiel. L'entreprise doit donc examiner sa politique d'endettement, sa politique de distribution de dividendes et aussi son taux de rentabilité, qui constituent son objectif fondamental pour pouvoir accroître sa croissance.

Selon Modigliani et Miller (1961), l'entreprise est indifférente vis-à-vis de sa politique de dividendes. En revanche, l'introduction des taxes dans le monde économique, des coûts de transaction, la signalisation et les coûts d'agence ont forcé d'autres auteurs à modifier cette idée. Brennan (1970) affirme que le versement de dividendes peut être optimal pour l'entreprise. Graham et Dodd (1974), Lintner (1956) et Gordon (1959) affirment que le versement du dividende conduit à l'augmentation du cours boursier. Bhattacharya (1979) suggère que la distribution de dividendes est l'un des signaux utilisés par l'entreprise pour révéler au marché son état de santé. Ben Naceur et Goaiied (2007) affirment que la valeur des entreprises est significativement et positivement liée à la politique de dividendes.

La rentabilité de l'entreprise a toujours eu généralement un impact positif sur la valeur actionnariale. Elle est considérée comme un moteur très important de la relation qui peut être améliorée par la réalisation d'économies d'échelles pertinentes. Selon Rappaport (1986), l'augmentation de la rentabilité peut conduire à la réalisation d'une valeur actionnariale positive. De même, Pandey (2005) suggère que la relation entre la rentabilité et la valeur actionnariale est positive.

Concernant la politique financière des entreprises, Modigliani et Miller (1958) affirment, qu'en l'absence d'impôts, l'endettement de l'entreprise n'a aucun effet sur sa valeur. Toutefois, Jensen et Meckling (1976) et Myers (1977) ont démontré le contraire. Pour eux, la politique de dividendes discipline les dirigeants, c'est le principe de la théorie d'agence qui cherche toujours à maximiser la valeur pour les actionnaires. Beaver (1966) et Altman (1968) ont montré qu'un excès d'endettement conduit l'entreprise dans une situation de difficulté financière.

Dans ce chapitre, nous avons présenté un panorama des théories qui traitent les déterminants de la valeur actionnariale. Il faut noter que les réponses que nous offre la théorie financière sont encore limitées. Pour avoir une idée plus claire sur ce concept, nous allons aborder dans le prochain chapitre les différentes recherches empiriques menées dans le domaine des déterminants de la valeur actionnariale.

# Chapitre III : Revue de la littérature

### Introduction

Avec la concurrence mondiale croissante, les entreprises contentent leurs efforts sur la création de valeur pour les actionnaires afin de suivre la concurrence intense. Compte tenu de cela, il devient important pour les entreprises de mesurer la valeur qu'elles créent pour leurs actionnaires. Garder la trace de la valeur créée année en année permet aux entreprises d'évaluer les décisions passées et prendre des décisions qui permettront d'améliorer la valeur actionnariale.

Les différentes études évoquées dans ce point mettent en évidence les éléments clés de la création de valeur pour l'actionnaire. Depuis plusieurs années, de nombreux travaux mettent en cause la pertinence de certains indicateurs pour l'explication de la valeur actionnariale.

La valeur de l'entreprise est influencée par de nombreux facteurs. Afin de déterminer empiriquement les principaux déterminants de la valeur actionnariale, Caby et al. (1996) et Ben Naceur et Goaid (2001) ont combiné les mesures de la création de la valeur avec les indicateurs de la valeur afin de connaître empiriquement les principaux déterminants de la création de la valeur. Ben Naceur et Goaid (2003) identifient trois facteurs déterminants de la valeur actionnariale, notamment la rentabilité, la politique de dividendes et la politique financière.

Modigliani et Miller (1958) affirment, qu'en l'absence d'impôts, l'endettement de l'entreprise n'a aucun effet sur sa valeur. Toutefois, les théories de la structure du capital ont porté sur les avantages fiscaux (Modigliani et Miller, 1963), les coûts d'agence de l'endettement (Jensen et al., 1976 et Myers, 1977), l'avantage de l'endettement en se limitant sur la discrétion managériale (Jensen, 1986), l'effet de la dette sur l'information des investisseurs et sur leur capacité à superviser la gestion (Harris et al., 1991) et le choix du niveau de la dette comme un signal de la qualité pour l'entreprise (Ross, 1977 et Leland et al., 1977).

La littérature sur la politique sur le dividende a produit un grand nombre de recherches théoriques et empirique, en particulier suite à la publication de l'hypothèse de neutralité de Modigliani et Miller (1961). Aucun consensus général n'a encore vu le jour après plusieurs décennies d'enquêtes, les chercheurs peuvent être en désaccord sur la même preuve empirique. Dans les marchés parfaits de capitaux Modigliani et Miller ont affirmé que la valeur d'une entreprise est indépendante de sa politique de dividende.

## Chapitre III : Revue de la littérature

---

Cependant, diverses imperfections du marché existent (taxes, coûts de transaction, etc...), et ces imperfections du marché ont servi de base pour le développement de diverses théories de la politique de dividende y compris l'effet d'imposition, effet de clientèle, la signalisation et les coûts d'agence.

La politique de dividende est liée à l'évolution et l'histoire de la société elle-même. Black (1976) affirme que plus nous regardons l'histoire de dividende, plus il semble comme un puzzle avec des pièces qui ne se correspondent pas ensemble.

La rentabilité de l'entreprise a toujours eu généralement un impact positif sur la valeur actionnariale. Elle est considérée comme un moteur très important de la relation qui peut être améliorée par la réalisation d'économies d'échelles pertinentes. Selon Rappaport (1986), l'augmentation de la rentabilité peut conduire à la réalisation d'une valeur actionnariale positive. De même, Pandey (2005) suggère que la relation entre la rentabilité et la valeur actionnariale est positive.



### Section 1 : La politique financière :

Selon Modigliani et Miller (1958), en l'absence d'impôts, de coûts d'agence ou d'asymétrie d'information, l'endettement de l'entreprise n'a aucun effet sur sa valeur. Plus récemment, les théories de la structure du capital ont porté sur l'analyse de la fiscalité (en commençant par Modigliani et Miller, 1963), l'utilisation de la dette comme un dispositif anti-OPA, le coût d'agence de la dette (Jensen et Meckling, 1976 et Myers, 1977), l'avantage de l'endettement comme une pression sur les managers (Jensen, 1986), l'effet de la dette sur les information des investisseurs de l'entreprise et sur leur capacité à superviser la gestion (Harris et Raviv, 1991) et le choix du niveau de la dette comme un signal de qualité de l'entreprise (Ross, 1977, Leland et Pyle, 1977).

Bhandari (1988) a testé l'effet de l'endettement des entreprises indiennes, mesuré par le ratio Dette/Capitaux propres, sur le rendement boursier. La période d'étude comprend deux sous période allant de 1948 – 1949 à 1980 – 1981. L'échantillon contient un nombre d'action qui varie de 331 actions à 1241, avec une moyenne de 728 actions. Les résultats d'une étude d'évènements indiquent que les rendements des actions et le ratio de l'endettement sont liés positivement.

Muradoglu et Whittington (2001) ont essayé d'examiner l'effet du ratio dettes/capitaux propres sur les rendements boursiers, entre 1990 et 1999, de 170 entreprises cotées à la bourse de Colombie. Les auteurs ont utilisé la méthode d'étude d'évènements. Les entreprises ont été classées selon le degré de l'effet de levier. Les résultats montrent que les entreprises qui ont un faible ratio de levier financier ont affiché des rendements plus élevés que les entreprises avec des ratios de levier financier élevés.

Baker et Wurgler (2002) ont analysé l'effet de la structure financière des entreprises américaines cotées sur leurs rendements boursiers de 1928 à 1997. En utilisant la méthode MCO, les résultats montrent que la dette n'a pas d'impact sur les cours boursiers. Les auteurs ont utilisé les variables suivantes : Market to Book ratio, EBITDA, la rentabilité, la dette, le cours boursier.

Muradoglu et Sivaprasad (2007) ont étudié l'impact de l'endettement sur le rendement des actions de 2673 entreprises cotées à la bourse de Londres entre 1965 et 2004. En utilisant la méthode GGM et les données de panel à effet fixes, les résultats

## Chapitre III : Revue de la littérature

---

indiquent que l'effet de levier est négatif sur le rendement des actions. L'effet est resté négatif et significatif même si d'autres facteurs de risque, tels que le taux d'impôt et la concentration de l'industrie, ont été ajoutés.

Les auteurs ont utilisé les variables suivantes :

- CARR : rendement des actions (variable dépendante)
- Leverage : levier d'endettement
- Beta : le risque du marché
- Size : capitalisation boursière
- PE : Price Earning ratio
- Interest: taux d'intérêt.

Kit et Wang (2009) ont étudié la capacité de l'endettement à prévoir le rendement boursier de 60 entreprises cotées à la bourse de Hong Kong entre 1999 et 2008. Les résultats, d'une étude d'évènement et de la méthode MCO, montrent que le ratio de l'endettement ne peut pas être utilisé pour prédire les cours boursiers. Les résultats indiquent également que d'autres ratios, tels que le PER, Price-To-Book et la valeur de marché, sont de meilleurs indicateurs des rendements anormaux plus que le levier financier.

Kebewar (2012) a essayé d'analyser l'effet de l'endettement sur la richesse des entreprises, mesurée par leurs profitabilités, de 1078 entreprises françaises appartenant au secteur de la consommation pour la période 1999 – 2006. L'auteur, en utilisant la méthode des moments généralisés (MMG), a conclu que l'endettement affecte négativement la profitabilité. L'auteur a utilisé les variables suivantes :

- Variable dépendante (la profitabilité) : l'auteur a utilisé trois mesure : ROA (rentabilité financière), Prof1 (résultat d'exploitation / total actif) et Prof2 (résultat avant intérêts et impôt / actif total).
- Variables explicatives : l'endettement, la garantie, l'impôt, les opportunités de croissance.

Khan et al. (2013) ont essayé d'étudier l'impact de la politique financière et de la rentabilité financière sur le rendement boursier de 69 entreprises cotées à la bourse du Pakistan pour la période 2003 – 2009. Les auteurs ont choisi le rendement des actions comme variable dépendante et les ratios suivants comme variables explicatives : DER,

## Chapitre III : Revue de la littérature

---

ROE, CFO, BPA. En utilisant la méthode MCO, les résultats montrent que tous les ratios financiers ont un impact positif sur le cours boursiers, ce qui signifie que la structure du capital ainsi que la rentabilité des entreprises affectent les rendements boursiers de l'industrie de textile pakistanaise.

### Section 2 : La politique de dividende :

La pertinence ou la non pertinence du dividende comme déterminant de la création de la valeur a été fortement contesté dans la littérature. Le débat n'est pas encore clôturé. Graham et Dodd (1974), Lintner (1956) et Gordon (1959) affirment que le versement du dividende conduit à l'augmentation du cours boursier. Ross (1977), Bhattacharya (1979), Hakansson (1982) et Miller et Rock (1977), montrent que si le paiement de dividendes est pris comme un signal positif par le marché, l'entreprise augmentera sa valeur. Cette conclusion a été contestée par Walter (1956). Pour lui, la décision de payer des dividendes est une fonction de la rentabilité et des opportunités d'investissement.

La théorie de la non pertinence des dividendes a été largement soutenue dans la littérature. Pour Modigliani et Miller (1961), la valeur de l'entreprise est neutre vis-à-vis de sa politique de dividendes. Par conséquent, pour examiner la pertinence du dividende dans la création de la valeur actionnariale, et en particulier l'effet de signalisation, tous les dividendes pertinents et les ratios boursiers ont été pris en considération.

Gordon (1959) a examiné l'effet de distribution de dividende et l'effet des bénéfices sur le prix de l'action en estimant différents modèles de régression sur les entreprises de quatre industries (produits chimiques, les aliments, les aciers et les machines-outils). Il a utilisé les variables suivantes :

- Prix de l'action (variable dépendante) ;
- Dividendes ;
- Bénéfices.

Gordon a trouvé que les dividendes ont une plus grande influence sur le prix de l'action que les bénéfices non répartis.

Diamond (1967) a examiné l'impact des dividendes et des bénéfices non répartis sur le prix des actions pour un échantillon de 255 entreprises américaines de huit industries entre 1961 et 1962. Diamond a ajouté à l'équation de Gordon le PER (Price Earning Ratio) de trois années. Diamond a trouvé que les investisseurs ont une préférence pour les dividendes que les bénéfices non répartis. Il a constaté aussi que dans les secteurs où les taux de croissance étaient relativement élevés, les bénéfices non répartis ont été préférés plus que les dividendes, alors que dans les industries matures avec un taux de croissance faible, un dollar de dividende est légèrement préférable qu'un dollar de bénéfices non

## Chapitre III : Revue de la littérature

---

répartis. Ceci suggère une relation négative entre la croissance des entreprises et la distribution des dividendes.

Elton et Gruber (1970), dans leur étude empirique selon l'hypothèse d'effet de clientèle, ont observé le comportement du cours des actions après la distribution des dividendes. Ils ont examiné les actions cotées au NYSE du 1<sup>er</sup> avril 1966 au 31 Mars 1967. Les auteurs ont constaté que les prix des actions ont chuté. Ils ont également trouvé qu'il y a une relation positive entre le taux de rendement d'une action et la baisse du prix du dividende. Ces résultats soutiennent donc l'hypothèse de l'effet de clientèle (c'est-à-dire que les investisseurs trop imposés préfèrent des dividendes faibles, et vice versa), politique de dividende et théorie des signaux.

Pettit (1972) a observé que les déclarations de dividendes communiquent des informations précieuses, et a montré que le marché réagit positivement à l'annonce de l'augmentation du dividende (augmentation importante du prix des actions), et négativement à l'annonce de la baisse des dividendes (chute importante des cours boursiers). Wooldridge (1983) a également constaté une augmentation significative (diminution) des rendements des actions suite à l'augmentation (diminution) des dividendes.

Watts (1973) a testé un échantillon de 310 entreprises entre 1946 et 1967. Il a trouvé des résultats similaires aux études précédentes en ce qui concerne la relation entre le changement de dividende et les cours boursiers et le rôle informatif des dividendes. Les entreprises utilisent la politique de dividende pour envoyer des informations, sur leurs perspectives, au marché. Ce qui explique le choix d'une entreprise à verser les dividendes. De plus, la signalisation pourrait jouer un rôle central dans la détermination des politiques de dividende des entreprises et la valeur créée à leurs actionnaires.

Black and Scholes (1974) ont examiné la relation entre le rendement en dividende et le rendement des actions pour déterminer l'effet de la politique de dividendes sur le cours des actions. Ils ont construit 25 portefeuilles d'actions ordinaires cotées à NYSE (New York Stock Exchange). Ils ont utilisé le modèle d'évaluation des actifs financiers pour tester les effets du rendement des dividendes. Black et Scholes ont conclu que les différences des dividendes ne conduisent pas à des différences dans les prix des actions.

## Chapitre III : Revue de la littérature

---

Cette conclusion a apporté un soutien empirique important à l'hypothèse de neutralité de Modigliani et Miller.

Pettit (1977) a essayé d'examiner sous l'existence d'un effet de clientèle, les positions du portefeuille de 914 investisseurs individuels pour le période 1957-1967. Il a trouvé une relation positive entre l'âge des investisseurs et le rendement du dividende de leurs portefeuilles et une relation négative entre les revenus des investisseurs et le rendement du dividende. Pettit a suggéré que les investisseurs âgés à faible revenus ont tendance à s'appuyer d'avantage sur leurs portefeuilles pour financer leur consommation courante et éviter les coûts de transaction liés à la vente d'actions. Par conséquent, ils ont tendance à investir dans des actions à dividendes élevés. Pettit à également montré que les investisseurs qui ont des portefeuilles à risque systématique élevé préfèrent des actions à dividendes élevés. Il a trouvé un effet de clientèle provoqué par la fiscalité.

Ball et al (1979) ont étudié l'effet des dividendes sur la valeur des entreprises australiennes entre 1960 et 1969. Les auteurs ont trouvé qu'il y a un effet significatif et positif des dividendes sur la valeur des entreprises.

Asquiter et Mullins (1983) ont étudié la réaction du marché aux annonces des dividendes pour un échantillon de 168 entreprises en utilisant une régression en coupe transversale. Les résultats montrent qu'il existe une relation positive et significative entre l'augmentation des dividendes et la richesse des actionnaires.

Keim (1985) a utilisé le modèle de Lintner pour estimer la relation entre le rendement des dividendes et le rendement des actions. Il a utilisé un échantillon de 429 entreprises américaines en Janvier 1931 et 1239 entreprises en Décembre 1978, dans son étude, Keim a construit six portefeuilles de dividendes. Le premier portefeuille contenait toutes les entreprises qui ne distribuent pas de dividendes. Les cinq autres ont été classés du plus bas dividende à rendement positif au plus haut. Keim a trouvé une relation non linéaire entre les rendements des dividendes et les rendements des actions. En outre, Keim a testé l'impact de la taille de l'entreprise et la rentabilité boursière sur la relation entre les rendements des actions et des dividendes. Il a trouvé un coefficient de rendement positif et significatif. Cependant, une relation non linéaire a été constatée dans le mois de janvier par les petites entreprises. En outre, Keim a constaté qu'il y a une relation inverse entre le

rendement positif et la taille de l'entreprise (mesurée par la capitalisation boursière). Keim affirme qu'il existe un effet d'impôt lié au rendement.

Michaely, Thaler et Womack (1995) ont étudié pour l'année 2004 l'impact des annonces des dividendes (augmentation et diminution) sur le prix des actions. Ils ont observé 561 événements d'augmentation de dividende et 887 événements de diminution. Ils ont constaté que le marché réagit avec optimisme concernant l'argumentation des dividendes, mais le marché est plus pessimiste aux annonces de diminution des dividendes.

Amihud et Murgia (1997) ont utilisé un échantillon de 200 entreprises allemandes cotées à la bourse de Francfort, pour examiner la réaction des cours boursiers aux changements des dividendes. Ils ont examiné 255 événements de hausse de dividende et 51 événements de baisse entre 1988 et 1992. Leurs résultats soutiennent l'idée que les changements de dividendes donnent des informations importantes sur les valeurs des entreprises. Cependant les résultats de cette étude sont incompatibles avec les modèles de signification par l'impôt, car les dividendes en Allemagne de cette époque n'étaient pas imposés. Selon ces modèles, si les dividendes ne souffrent pas de pénalité fiscale (comme dans le cas Allemand), le prix des actions ne devraient pas réagir aux changements de dividendes.

Morgan et Thomas (1998) ont examiné la relation entre les rendements des dividendes et le rendement des actions dans les entreprises britanniques au cours de la période 1975 – 1993. Les auteurs ont testé l'hypothèse basée sur la taxe dont le rendement en dividendes et le rendement des actions sont positivement liés. Les auteurs ont constaté une relation positive entre le rendement en dividende et le rendement des actions. De plus, la taille des entreprises semble influencer cette relation. Morgan et thomas ne sont pas donc en mesure de fournir un soutien à l'effet de l'hypothèse de fiscalité.

Dewenter et Warther (1998) ont fait une étude comparative entre les entreprises japonaises et les entreprises américaines concernant l'effet de l'annonce de dividende sur le cours boursier. Ils ont étudié 420 entreprises américaines et 194 entreprises japonaises pendant la période 1995 – 1997, leurs résultats montrent que l'influence de dividende en tant que mécanisme de signalisation au japon est nettement inférieure par rapport aux

## Chapitre III : Revue de la littérature

---

Etats-Unis. Ces différences dans les résultats sont dues aux différences des structures de gouvernance des entreprises entre le Japon et les Etats-Unis.

Ryan et al (2000) ont essayé de tester l'effet de signalisation des dividendes, sous l'hypothèse des free cash-flows futurs, sur le changement des prix des actions des entreprises du NASDAQ entre 1976 et 1991. L'échantillon ne contient que les entreprises qui ont payé un flux régulier de dividende pendant au moins les cinq dernières années. Les entreprises réglementées et les sociétés de services financiers ont été éliminées en raison de pratiques comptables différentes. L'échantillon final comprend 69 annonces de dividendes et 42 émissions. Les auteurs se sont basés sur les variables suivantes :

- Le Q de Tobin comme variable dépendante : c'est le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres et la dette de l'entreprise par rapport au coût de remplacement des actifs ;
- CHGYLD : les variations du rendement de dividende ;
- DYDUM : variable muette pour le rendement du dividende.

Les auteurs ont utilisé une régression en coupes transversales par l'estimation de la méthode des moindres carrés et une méthodologie d'étude d'évènements pour contrôler les fluctuations du risque spécifique autour des variations de l'annonce ou de l'omission de dividendes. Les résultats montrent qu'il existe un effet positif de signalisation des dividendes mais négatif des free cash-flows.

Grullon et al (2002) ont étudié les variations des dividendes et les variations dans le risque systématique. Les auteurs ont examiné aussi les changements dans la rentabilité et ont relié ce résultat aux variations du risque. L'objectif de cet article est d'utiliser ces résultats pour comprendre le contenu informatif des changements des dividendes.

Les auteurs ont utilisé un échantillon de 7642 annonces de dividendes des entreprises de NYSE et AMEX entre 1967 et 1993. Le choix de la période est limitée par l'exigence qu'au moins quatre années de données soient disponibles avant et après la date d'annonce du dividende. L'échantillon obtenu contient 6248 annonces d'augmentation de dividendes et 1358 annonces de diminution de dividendes pour un total de 7642 annonces de variation de dividendes.

Les auteurs ont utilisé les données, à examiner, suivantes :

- Le total des actifs ;



## Chapitre III : Revue de la littérature

---

- Le bénéfice d'exploitation avant dépréciation et amortissement ;
- Le bénéfice net avant éléments extraordinaires ;
- Les dépenses en immobilisation,
- La valeur comptable des actions ordinaires ;
- Trésorerie et placement à court terme.

Les résultats de la régression montrent que les entreprises qui augmentent les dividendes connaissent une baisse significative de leur risque systématique, tandis que les entreprises qui réduisent les dividendes connaissent une augmentation significative de ce risque. Cette diminution se traduit par un déclin économique important du coût du capital. Les résultats montrent également que les entreprises qui augmentent les dividendes connaissent une baisse significative des actifs (et pas seulement la baisse de la croissance des bénéfices), ce qui est cohérent avec la baisse du risque systématique. En effet, les principales conclusions affirment que l'augmentation du dividende est associée à une baisse ultérieure de la rentabilité, ainsi les cours des actions des entreprises, qui distribuent des dividendes, semblent diminuer de plus en plus.

Enfin, les entreprises qui distribuent des dividendes de plus en plus, maintiendront leur niveau actuel de dépenses en immobilisation dans l'avenir, alors que le niveau de trésorerie et les placements à court terme ont tendance à baisser. Ces résultats rejettent fermement les implications des modèles de signalisations des flux de trésorerie.

L'étude de Lonkani et Ratchusant (2005) teste l'effet de signalisation des dividendes sur la performance de 123 entreprises cotées à la bourse de Thaïlande entre 1994 et 2004. Les auteurs ont utilisé des prévisions des dividendes comme point de repère. Les variables utilisées sont les suivantes :

- $\Delta$  EPS comme variable dépendante : variation des performances ou bénéfices par actions futurs,
- $\Delta$  DIV : différence entre le paiement du dividende réel et le paiement du dividende anticipé,
- $EYS_{j, t-1}$  : le rendement des gains des actions observé à t-1 en utilisant le bénéfice par action à la fin de l'année t-1 divisé par le cours de l'action de la même période.

## Chapitre III : Revue de la littérature

---

Les auteurs ont examiné, en premier lieu, en utilisant une régression sur données de panel, la relation entre les variations de dividende et le rendement futur des entreprises. Ensuite, ils ont étudié le prix des actions durant l'annonce du dividende.

Les résultats montrent que le dividende peut être utilisé pour signaler la performance future des entreprises, ceci a un effet positif sur le prix des actions. Les auteurs affirment que le dividende est « un signal complet ».

L'article de Grullon et al (2005) est consacré à l'étude de l'effet de la variation des dividendes sur les bénéfices futurs et la rentabilité des entreprises cotées à la bourse de New York (NYSE) et la bourse d'Amérique (AMEX), pendant la période 1963 – 1997. En utilisant un modèle linéaire, les auteurs ont essayé d'examiner l'effet de la variation des dividendes ( $\Delta \text{DIV}$ ) sur les variables suivantes :

- ROE : Return On Equity ;
- ROA : Return On Asset ;
- MV/BV : Market-To-Book Ratio

Les résultats montrent que ni les bénéfices futurs des entreprises, ni la rentabilité ne sont affectés par la variation de paiement des dividendes.

Le but de l'étude de Andres et al (2007) est de mesurer la réaction du cours des actions à l'annonce du versement de dividendes en utilisant une méthodologie d'étude d'évènements standards et l'estimation OLS sur données de panel à effets aléatoires. L'échantillon de l'étude est basée sur l'ensemble des entreprises de l'indice DAX, MDAX et SDAX, c'est-à-dire les 150 plus grandes entreprises allemandes cotées en bourse, entre 1996 et 2006. Les variables utilisées sont les suivantes :

- CAAR : variable dépendante ; c'est le rendement des actions ;
- MC : capitalisation boursière ;
- DIV - ERR : erreur de l'estimation de dividende ;
- DIV - CHGN : variation du rendement du dividende ;
- DIV - Y : rendement du dividende.

Les résultats indiquent que le rendement des actions est significativement lié aux annonces des dividendes.

Travlos et al. (2009) ont utilisé un échantillon de 80 annonces d'augmentation de dividende et 39 annonces de diminution pour les entreprises cotées à la bourse de Chypre

## Chapitre III : Revue de la littérature

---

pendant la période de 1985 à 1995. Les auteurs ont examiné la réaction du marché à l'annonce des dividendes et ont trouvé que les rendements des actions sont positifs et significatif.

D'après la plus part des résultats empiriques de ces études, il semble y avoir un accord général qui stipule que les cours des actions suivent la même direction que celle des annonces de changement de dividendes. L'augmentation (diminution) des dividendes entraîne une augmentation significative (diminution) des cours boursiers. Ceci veut dire que le dividende constitue un bon signal.

La question de l'hypothèse des coûts d'agence comme une explication de la politique de dividende de l'entreprise a été largement abordée dans la recherche empirique.

Lang et Litzenberger (1989) ont testé un échantillon de 429 annonces de dividende pour les entreprises américaines pour la période 1979-1984. Les auteurs ont utilisé le  $q$  de Tobin pour distinguer les décisions des entreprises concernant le surinvestissement. Si  $q < 1$ , l'entreprise a opté pour le surinvestissement. Les entreprises qui ont un  $q$  de Tobin faibles, augmentent leurs dividendes pour réduire les flux de trésorerie qui auraient été investis dans des projets à VAN négative, ce qui entraîne une diminution des cours boursiers, à l'inverse ; une diminution des dividendes entraîne l'augmentation du risque des problèmes de surinvestissement. Cette réflexion est conforme à l'hypothèse des flux de trésorerie disponible.

Lang et Litzenberger ont remarqué que le rendement des actions, pour les entreprises qui ont  $Q < 1$ , était significatif pour l'augmentation et la diminution des dividendes. Les auteurs affirment que les changements de dividendes pour le surinvestissement signalent des informations sur les politiques d'investissement. Lang et Litzenberger soutiennent l'hypothèse des Free Cash Flows, et affirment que l'hypothèse des fonds excédentaires est meilleure pour l'explication de la réaction des cours boursier vis-à-vis des changements de dividende.

Jensen et al. (1992) ont appliqué la méthode des moindres carrés sur 565 entreprises en 1982 et 632 entreprises en 1987. Le but de leur article est d'examiner les déterminants des différences transversales dans les relations d'agence des entreprises, la dette et la politique de dividende. Le résultat est compatible avec celui de Rozeff (1982) qui affirme que la politique de dividende n'est optimale que si les coûts d'agence seront réduits.

## Chapitre III : Revue de la littérature

---

Holder et al. (1998) ont étudié 477 entreprises américaines au cours de la période de 1980 à 1990. Ils ont trouvé que les coûts d'agence et la distribution des dividendes sont négativement liés.

Saxena (1999) a examiné un échantillon de 235 entreprises réglementées et 98 entreprises non réglementées cotées à la bourse de New York au cours de la période de 1981 à 1990. L'auteur soutient les conclusions de Holder et All (1998).

La Porta et al. (2000) ont examiné plus de 400 entreprises de 30 pays à travers le monde y compris des marchés émergents. L'auteur a fourni un soutien empirique pour l'hypothèse des coûts d'agence. Tout d'abord, l'auteur a divisé les pays en deux catégories : Les pays qui ont fourni une bonne protection juridique pour les actionnaires minoritaire, et les pays où les actionnaires ont eu une mauvaise protection légale. Ensuite, il a analysé l'effet de la protection des investisseurs sur le versement des dividendes et a testé deux modèles d'agence alternatifs : le modèle « outcome » et le modèle « substitue ». Le premier modèle est impliqué que dans les pays avec un système de protection juridique efficace, les actionnaires ont donc plus de droit et peuvent forcer les gestionnaires à leur verser des dividendes. Les auteurs ont conclu que plus la protection des actionnaires est efficace, plus les dividendes sont payés.

Le deuxième modèle prévoit que quand les entreprises ont besoin d'aller au marché des capitaux pour lever des fonds externes, ils peuvent utiliser les dividendes pour signaler la bonne réputation de l'entreprise. Dans les pays à faible protection des actionnaires, le versement des dividendes peut servir comme un substitut à cette protection.

Les résultats de La Porta et al sont cohérents avec l'hypothèse des coûts d'agence. Ils affirment que le dividende peut être utilisé pour réduire les conflits entre les actionnaires et les dirigeants, ce qui maximise la richesse des actionnaires.

Al-Malkawi (2005) a appliqué les modèles de donnée de panel et les spécifications Tobit et Probit pour les sociétés cotées à la bourse d'Amman pour la période de 1989-2000. Ses résultats soutiennent l'hypothèse des coûts d'agence.

D'autres études empiriques ont examiné la théorie de l'agence des flux de trésorerie disponibles et ont trouvé peu ou pas de soutien pour l'hypothèse de l'excédent de trésorerie.

## Chapitre III : Revue de la littérature

---

Howe et al. (1992), en utilisant un échantillon de 55 appels d'offres et 60 annonces de dividende entre 1979 et 1989, montrent qu'il n'y a pas de relation entre  $Q$  de Tobin et la réaction des cours boursiers vis-à-vis des annonces de dividendes. Ce qui contredit les résultats de Lang et Litzenberger.

Denis et al. (1994) ont étudié un échantillon de 592 d'augmentation de dividende et 785 de diminution de dividende entre 1962 et 1988. Ils ont examiné la relation entre le  $Q$  de Tobin et le rendement de dividende, et ont trouvé une relation négative. En outre Denis et al ont examiné le niveau de dépenses en immobilisations pour les entreprises à faible et haut  $Q$ . Ils ont observé que les entreprises qui ont  $Q < 1$  ont augmenté leurs investissements suite à des hausses de dividende et vice versa. Ce résultat contredit l'hypothèse de surinvestissement.

Yoon et Starks (1995) ont utilisé un échantillon de 4179 annonces de dividende pour les entreprises cotées à la bourse de New York au cours de la période 1969-1988. Les auteurs sont arrivés à la même conclusion que celle de Denis et al.

Dans une étude plus récente, Lie (2006) a examiné l'hypothèse de Free Cash Flows en utilisant un large échantillon de dividendes spéciaux, annonces d'augmentation de dividendes réguliers, et des appels d'offres. Il a trouvé peu de preuves à l'appui de l'hypothèse de coût d'agence. Lie suggère que ni les petits dividendes spéciaux ni l'augmentation de dividendes réguliers pourraient résoudre le problème de surinvestissement. Ce résultat est incompatible avec l'hypothèse de l'agence des Free cash flows.

Kappoor (2009) a examiné la relation qui existe entre la richesse des actionnaires et le paiement des dividendes pour les entreprises indiennes. L'étude se concentre sur trois secteurs, secteur de l'informatique, secteur de grande consommation et le secteur des services. La période d'échantillonnage est de 2000 à 2008. L'auteur a utilisé la technique des données de panel. Cette étude a testé empiriquement la théorie des coûts d'agence, le modèle de Lintner et la signalisation des dividendes à l'aide d'un cadre de divers modèles économétriques. Pour tester le modèle de Lintner, l'auteur a essayé en premier lieu de comprendre la relation entre les dividendes et les gains des entreprises. Il a effectué une

## Chapitre III : Revue de la littérature

---

analyse de régression linéaire multiple estimée sur données de panel à effets fixes. Il a utilisé ensuite la technique d'analyse de régression polynomiale quadratique.

Pour analyser l'impact des annonces de dividendes sur la richesse des actionnaires dans les secteurs sélectionnés de l'Inde, une approche d'étude d'événements a été utilisée. L'auteur a utilisé 168 annonces de dividendes pour le secteur de technologie et de l'informatique, et 199 et 202 annonces pour les secteurs de grande consommation et des services respectivement.

Les résultats montrent que dans le secteur de grande consommation, l'effet de signification de dividende est présent. L'auteur ajoute que les entreprises de ce secteur suivent des paiements de dividende stables et que les dirigeants sont hésitants à couper ces paiements une fois qu'ils sont lancés. Cette réticence conduit à des dividendes qui sont liés à la rentabilité à long terme de l'entreprise, le secteur de l'information et le secteur des services sont caractérisés par des paiements élevés. L'auteur affirme qu'il existe des différences sectorielles qui influent sur les déterminants de la politique de dividende et de l'entreprise. Un facteur qui peut être pertinent pour une industrie devient inutile, et cela en fonction des caractéristiques de l'industrie comme la phase de croissance, le régime de propriété, la taille, le risque systématique et la variabilité des gains.

Les résultats de la régression révèlent une relation négative est significative entre les bénéfices non répartis et les dépenses en immobilisations. Les résultats indiquent également une relation négative entre la liquidité et le ratio de distribution des dividendes. L'auteur a trouvé que ce ratio est positivement lié au risque et à la rentabilité à long terme de l'entreprise. L'auteur affirme que les entreprises du secteur de grande consommation sont peu endettées, ce sont des entreprises très liquides, donc toute augmentation de la proportion de la dette dans la structure du capital ne fait pas pression sur la capacité de l'entreprise à payer des dividendes. Une relation positive est significative a été obtenue entre le taux d'endettement et le ratio de distribution à travers les résultats. Cette relation peut être attribuée du fait que les entreprises de ce secteur utilisent les dividendes pour apaiser les conflits qui peuvent surgir entre les obligataires et les actionnaires avec une augmentation du ratio fonds propres / dettes comme un moyen de signalisation de la propriété des actionnaires. Cela reflète qu'il y a moins d'asymétrie informationnelle dans ce secteur.

## Chapitre III : Revue de la littérature

---

Les résultats montrent aussi qu'il existe une relation négative entre la rentabilité et le paiement des dividendes ; les problèmes d'agence ne sont pas donc pertinents. Le mécanisme de distribution de dividende peut être moins nécessaire dans ce secteur.

Les entreprises de TI sont faiblement ou nullement endettées, la variable de la dette ne peut être un déterminant important de la distribution de dividendes. Par conséquent, le facteur du risque financier systématique n'est pas émergé comme un facteur essentiel affectant les taux de distribution de dividendes des entreprises dans le secteur des T I.

Les résultats indiquent que dans les entreprises de service la rentabilité n'est pas un facteur déterminant de la distribution de dividende. Les entreprises dans ce secteur n'utilisent pas les dividendes pour signaler la prospérité des actionnaires.

Les résultats montrent aussi qu'il existe une relation négative entre la croissance et les opportunités d'investissement et le ratio de distribution. L'auteur confirme qu'il existe une relation négative entre la taille de l'entreprise et le ratio de distribution dans le secteur des services. L'analyse de l'étude démontre que l'influence de la structure de la propriété sur la politique de dividendes est hétérogène. L'Inde est un pays caractérisé par la protection des investisseurs d'où les conflits d'agence ne sont pas si graves et le paiement des dividendes ne peut pas être essentiel pour atténuer les conflits d'agence. L'auteur a trouvé a travers son étude que les dividendes ne créent pas toujours des rendements anormaux pour les actionnaires du fait que le dividende annoncé est inférieur aux attentes des investisseurs.

Enfin, l'auteur a conclut que les déclarations de dividendes créent la richesse aux actionnaires dans le secteur de grande consommation et de services. Ainsi les actionnaires préfèrent la distribution des dividendes.

### **Section 3 : La rentabilité des entreprises:**

La rentabilité des entreprises est considérée comme un moteur très important de la relation qui peut être améliorée par la réalisation d'économies d'échelles pertinentes. Toutefois, la rentabilité est elle-même fonction de la performance et une condition préalable à la création de valeur et le déterminant le plus important pour le rendement des actionnaires. Par conséquent, quand les entreprises augmentent leurs rentabilités, elles seront en mesure d'augmenter significativement leur capitalisation boursière. Pour examiner l'effet de la rentabilité sur la valeur actionnariale, des ratios de rentabilité et d'efficacité pertinents ont été pris en considération.

Manao et Nur (2001) ont étudié, pour la période 1997 – 1998, la relation entre les ratios financiers et les rendements des actions pendant la crise économique en Indonésie en ajoutant la taille de l'entreprise comme variable. Ils ont utilisé un échantillon de 120 entreprises industrielles cotées sur BEJ2004. Les auteurs ont utilisé huit ratios financiers (Quick ratio = Actif à court terme / passif à court terme, Total Asset Turnover ratio (TATO), Current Liabilities to Total Asset (CLTA), Long-term Debt To Capital Asset ratio (LOTA), Guggenheim Enhanced Equity (GPM) ratio, ROE, Price-Book Value (PBV) ratio et le bénéfice par action (BPA)). Ces entreprises ont été divisées en trois catégories de taille (petite, moyenne et grande) sur la base de l'actif total. Les résultats, d'une étude d'évènements, montrent que le BPV et BPA ont une influence significative sur tous les modèles.

Johnson et Soener (2003) ont analysé 478 entreprises aux Etats-Unis au cours de la période 1982 – 1998 et ont conclu que les entreprises de grandes taille, rentables et avec des dépenses de publicité de haut niveau ont un meilleur rendement boursier.

Kennedy (2003) a mené une étude sur les entreprises italiennes pour pouvoir examiner l'impact des ratios financiers sur le cours des actions. Il a constaté que quelques ratios calculés ont eu un impact sur le prix des actions. Il a conclu que d'autres variables ont également un impact significatif sur le cours boursier. Après l'analyse de son résultat, l'auteur montre que même si la situation d'une entreprise affecte les cours boursiers, mais les ratios n'ont toujours d'impact sur le prix des actions.



## Chapitre III : Revue de la littérature

---

Hasheesh (2003) a examiné le rôle de l'information comptable sur les variations du cours boursier. Il a utilisé 40 entreprises cotées à Amman Security Exchange pour l'année 2003. Les résultats ont montré qu'il existe une relation positive et significative entre le prix des actions et la rentabilité financière, rentabilité économique et le ratio Pay-out. Les résultats ont également montré une relation négative entre le prix des actions, les ratios immobilisations / total actif, Total créances / trésorerie, et le ratio Total salaire / Dépenses.

Anggraini et al. (2004) ont examiné l'effet des variables fondamentales sur le rendement anormal pendant la période de la crise et la période de non-crise. La période de la recherche est de 1995 à 2002, où l'année 1998 est considérée comme période de crise. Les auteurs ont utilisé sept variables fondamentale : l'inventaire des stocks, les comptes débiteurs, la marge brute, les charges commerciales et administratives, provisions pour créance douteuses, le taux d'impôts et les compétences d'audit. Les résultats montrent qu'en période de crise, le bénéfice brut affecte le rendement anormal, tandis que dans les périodes de non-crise, les ratios financiers et les compétences d'audit ont une influence significative sur le rendement anormal. Les auteurs affirment qu'il y a une faible capacité des signaux pour expliquer la variabilité du rendement sur le marché des capitaux.

Sparta et Februwaty (2005) ont étudié l'effet de ROE, BPA et CFO (Cash-Flow From Operation) sur le rendement des cours boursiers en utilisant 32 entreprises industrielles cotées à BEJ entre 1999 et 2002. Les résultats du MCO montrent que seulement le ROE qui a une influence significative sur la rentabilité boursière, tandis que le BPA et CFO ont un effet négatif sur le prix des actions.

Kennedy (2005) a analysé l'effet de la ROA, ROE, BPA, la marge bénéficiaire, la rotation des actifs, le ratio Debt To Asset et le DER sur la rentabilité boursière en utilisant un échantillon d'actions de l'indice LQ45 en Beijing entre 2001 et 2002. Les résultats, de la méthode MCO, indiquent que le TATO, ROA, BPA et DER ont un effet positif, tandis que ROE et DTA ont un effet négatif sur la valeur des actions.

Mais (2005) a effectué en 2004 une étude sur l'effet des ratios financiers, y compris le Net Profit Margin (NPM), ROA, ROE, DER et BPA, sur le cours des actions des entreprises cotées sur l'indice islamique de Jakarta. L'auteur a utilisé la méthode MCO.

## Chapitre III : Revue de la littérature

---

Les résultats montrent que toutes les variables sauf le DER ont un impact positif sur le cours des actions.

Hobarth (2006) a étudié la corrélation entre les indicateurs financiers et le rendement des entreprises viennoises cotées pendant 19 ans à l'aide de 17 indicateurs financiers et trois variables qui mesurent le rendement de l'entreprise, à savoir la performance du marché (valeur boursière), le rendement des flux de trésorerie (dividendes en espèces), et la rentabilité (ROI). Les résultats montrent que les entreprises ayant un faible ratio Market-To-Book, une efficace gestion de fonds de roulement, une faible liquidité, plus de fonds propres et moins de dettes, et des bénéfices non répartis élevés, ont une rentabilité élevée mesurée par le ROI. Les entreprises ayant plus de dettes et moins de fonds propres, à faible total des actifs et des bénéfices non répartis ont un meilleur rendement des flux de trésorerie (mesurée par le dividende en espèces). En outre, les entreprises ayant un faible ratio Market-To-Book, plus de fonds propres et moins de dettes, total actif faible, et la marge EBIT élevée ont un meilleur rendement du marché (mesuré par la variation des cours boursiers).

Daniati et Suhairi (2006) ont montré que les flux de trésorerie provenant des activités d'investissement, le bénéfice brut et la taille de l'entreprise ont un effet significatif sur le rendement des actions. D'autre part, les flux de trésorerie provenant des activités d'exploitation n'affectent pas le rendement des actions. Les auteurs ont appliqué une méthodologie d'étude d'évènements sur les entreprises américaines cotées en bourse durant l'année 2005.

Meythi (2006) a étudié 100 entreprises manufacturières de BEJ (Beijing Capital Land) durant le période 1999 – 2002 et a conclu que les flux de trésorerie provenant des activités d'exploitation n'affectent pas les cours des actions.

Roswati (2007) a étudié, pour la période 1996 – 2006, l'effet de la CR, TATO, DER, ROE, PBA et BPV sur la rentabilité boursière de cinq industries, notamment la vente au détail, l'alimentation, tabac, l'automobile et des produits pharmaceutiques. Les résultats, de la méthode MCO, montrent que les ratios importants de l'industrie de vente en détail sont ROE, BPA et PBV, dans l'industrie de l'alimentation sont BPA et PBV, dans l'industrie du tabac sont CR, TATO, DER, BPA et PBV, dans l'industrie de l'automobile

## Chapitre III : Revue de la littérature

---

sont DER, ROE, BPA et PBV, tandis que dans l'industrie des produits pharmaceutiques sont CR, BPA et PBV. Généralement, dans les cinq industries, les ratios influençant les cours boursiers sont TATO,  $DER < BPA$  et PBV. En outre, l'étude montre que le changement du prix des actions peut toujours être correctement expliqué par des ratios financiers entre 1 et 3 mois après la publication du rapport financier annuel.

Hamzah (2007) a analysé la corrélation entre les ratios financiers y compris le ratio de liquidité, le ROI, le taux d'activité (rotation de l'actif total), ratio de solvabilité (dettes / capitaux propres), ainsi le gain en capital (perte) et les dividendes pour 135 entreprises industrielles cotées à la bourse de Jakarta, pour la période 2000 -2005. Les résultats sont significatifs.

Taani et Banykhaled (2011) ont essayé d'examiner l'effet de l'information comptable sur la valeur de l'entreprise, mesurée par le bénéfice par actions (BPA), sur 40 entreprises cotées à la bourse d'Amman entre 2000 et 2009. Les auteurs ont utilisé la méthode de régression multiple et les modèles de régression "pas-à-pas". Les variables utilisées sont les suivantes :

- PBA : variable dépendante
- ROE : rentabilité financière
- DER : ratio de levier financier (Debt of Equity Ratio)
- NPM: Net Profit Margin
- TATO: Total Asset Turnover
- PBV: Price To Book Value
- TA : Total asset
- CFO/sales: Cash-flow from Operation/ sales.

Les résultats montrent que les ratios ROE, PBV, CFO/sales et le DER ont un impact significatif sur le bénéfice par actions.

Dlacio et Menaje (2012) ont essayé d'examiner si le BPA et le ROA ont une influence importante sur le prix de l'action des entreprises cotées en bourse du Philippines. Les auteurs ont utilisé les rapports financiers de l'année 2009 de 50 entreprises cotées. Les résultats du test de Spearman ont révélé une forte corrélation positive entre BPA et le prix de l'action, mais une faible corrélation négative entre le ROE est le cours boursier. Les

## Chapitre III : Revue de la littérature

---

résultats de la régression multiple ont montré que le modèle choisi a été en mesure d'expliquer 73% de la variation moyenne des cours de l'action.

Kabajech et al. (2012) ont examiné la relation entre ROA, ROE et ROI ensemble et séparément avec les cours boursiers de 23 entreprises d'assurance publiques cotées à la bourse d'Amman, de 2002 à 2007. En utilisant une estimation sur données de panel, les résultats montrent que le ROA, ROE et ROI (ensembles) ont un effet positif sur le cours boursiers, mais lorsque les ROA et ROI sont séparés, ils ont un impact positif mais faible. En revanche, le ROE seul n'a aucun effet sur les cours boursiers.

Irungu (2013) a essayé d'étudier l'effet des indicateurs de la rentabilité financière sur le prix des actions des banques commerciales du Kenya. L'auteur a appliqué une régression économétrique sur 10 banques cotées à Nairobi Securities Exchange, pour l'année 2011. Il a testé l'effet de la rentabilité financière, le ratio taille / total actif, les dettes et le ratio coût / revenu. Les résultats sont significatifs.

### **Section 4 : Les autres travaux empiriques :**

La recherche d'une relation entre le marché financiers et les états financiers trouve son origine dans les travaux de Ball et Brown (1968) où ils ont examiné la relation entre le revenu et le prix des actions. Depuis, de nombreuses autres études ont démontré qu'il existe une relation positive entre les bénéfices et les cours boursiers. En utilisant des méthodologies différentes, un nombre considérables d'études ont été menées à étudier la relation entre les résultats comptables des entreprises et les rendements boursiers. Rappaport (1981), en essayant de mettre en évidence les limites du bénéfice par action, a réalisé une étude sur les entreprises de Standard & Poor's 400. Les résultats montrent pour la majorité des entreprises, l'absence de corrélation entre la rentabilité des titres et le bénéfice par action. Selon Rappaport, ce résultat est dû aux imperfections de l'indicateur censé mesurer la performance de l'entreprise.

Lam (2002) a testé l'effet de la taille, le ratio Book-To-Market Equity, le  $\beta$  et le PER sur les rendements des actions de 100 entreprises cotées à la bourse de Hong Kong pour la période de Juillet 1984 à Juin 1997. Les résultats montrent que le  $\beta$  n'explique pas les rendements. Mais la taille de l'entreprise, le ratio Market-To-Book et le PER ont un effet efficace sur la variation des rendements boursiers. L'auteur suggère que le modèle à trois facteurs (Taille, Market-To-Book, PER) peut être servi comme proxy de risque au lieu de  $\beta$  pour la bourse de Hong Kong. L'auteur s'est basé sur le modèle de Fama et French (1993) et a utilisé la méthode MCO.

JALAJA (2010) dans son étude a essayé d'examiner la création de la valeur actionnariale (MV/BV) dans les sociétés indiennes. A cet effet, un échantillon de 50 sociétés, représentant dix secteurs industriels pour une période de cinq ans à compter de 2002-2006 ont été analysées. Le test t de Student est utilisé pour tester l'hypothèse, d'examiner et d'interpréter la création de valeur actionnariale entre les deux ensembles de données, c'est à dire, sociétés d'ancienne génération (Les sociétés représentant les secteurs de l'industrie Oil & Gaz, acier, textile, sucre et le ciment) et de nouvelle génération (sociétés représentant les secteurs de l'industrie - informatique, produits pharmaceutiques, produits de grande consommation, automobiles et biens d'équipement). Les résultats montrent que les sociétés d'ancienne génération créent plus de valeur aux actionnaires que de nouvelles entreprises de production.

Le test Pearson ( $r$ ) est utilisé pour tester l'hypothèse pour déterminer le degré de corrélation entre Capitalisation du marché et création de valeur actionnariale. Les résultats montrent qu'il existe une corrélation positive entre la capitalisation boursière et la création de valeur actionnariale dans 44 entreprises sur un échantillon de 50 entreprises, mais le degré de corrélation varie. Les données empiriques ont également prouvé que la création de valeur ne dépend pas de la taille de l'entreprise (mesurée en termes de capitalisation boursière). Il est aussi révélé que la création de valeur est élevée dans les entreprises à moyenne et faible capitalisation, et faible en haute capitalisation des entreprises.

L'article de Poulain-Rehm (2005) consiste à mesurer l'influence de l'affectation du free cash-flow au remboursement de la dette, d'une part, et à la distribution de dividendes, d'autre part, sur la création de valeur actionnariale, grâce à un échantillon de 138 entreprises françaises cotées, sur une période d'investigation de cinq ans, de 1997 à 2001, à partir de variables opérationnalisées sur la base de valeurs comptables et/ou de marché. Une méthodologie statistique explicative, reposant sur des analyses de régression : une régression intégrant l'ensemble des variables (« modèle complet»), une régression « pas à pas » (stepwise) et une régression « descendante» (backward), et distinguant entreprises à faibles opportunités et à fortes opportunités de croissance, a été mise en œuvre. Cette étude est basée sur les variables suivantes :

1. *La variable explicative centrale* : le free cash-flow et son affectation

À cette fin, sont prises en compte deux variables indépendantes, conformément aux hypothèses posées :

- s'agissant de l'affectation au service de la dette : est rapporté au montant de *free cash-flow* global (sur la période 1997-2001), le remboursement en capital de la dette financière totale (moyen et long terme, mais aussi court terme) ainsi que les charges d'intérêt (sur la période 1997-2001) ;
- s'agissant de l'affectation sous forme de distribution de dividendes : est rapporté au montant de *free cash-flow* global (sur la période 1997-2001), le versement total de dividendes effectué (sur la période 1997-2001).

2. *Les variables d'investissement et de financement*

3. *Les opportunités de croissance* : la dette ou la distribution de dividendes

4. *Les variables économiques* : la croissance du chiffre d'affaires sur la période 1997-2001 et la marge brute d'exploitation, qui rapporte l'excédent brut d'exploitation au chiffre d'affaires (niveau moyen sur la période 1997-2001).

5. *La structure d'actionariat* : les entreprises de l'échantillon ont été classées en deux catégories, les patrimoniales et les familiales, d'un côté, les managériales et les contrôlées de l'autre.

6. *La taille et le secteur d'activité* : La variable « taille » a été opérationnalisée par le logarithme du total des actifs (valeur moyenne sur la période 1997-2001).

7. *La variable dépendante* : la création de valeur actionnariale « *Market Value Added* ».

Les résultats montrent que ni l'endettement, ni la distribution de dividendes ne permettraient de réduire le niveau des ressources en excès dans un sens favorable à la maximisation de la valeur.

Fiordelisi et Molyneux (2006) dans leur article examinent les déterminants de la création de valeur actionnariale (EVA) pour un large échantillon de banques européennes cotées et non cotées entre 1995 et 2002. Les auteurs ont étudié s'il existe des différences dans la création de valeur entre les banques cotées en bourse et non cotées, et aussi entre les banques de type de propriété différente (commerciale, d'épargne et banques coopératives). Ils ont appliqué l'approche de la frontière stochastique et la méthode des moindres carrés généralisés (MCGR).

Les auteurs se sont concentrés sur les caractéristiques suivantes pour déterminer la valeur actionnariale:

- 1) les coûts et des bénéfices;
- 2) la satisfaction des clients;
- 3) la satisfaction au travail ou d'un employé;
- 4) le risque de crédit;
- 5) le risque opérationnel;
- 6) la structure financière ;
- 7) la structure du marché bancaire.

Les résultats montrent que le coût et les rendements de la banque ont une influence positive sur la création de valeur actionnariale. Ils ont trouvé aussi d'autres facteurs qui ont un impact positif sur la création de valeur comprennent des déposants et la satisfaction des emprunteurs, la concentration du marché et les coûts sociaux. Ils expliquent la relation

## Chapitre III : Revue de la littérature

---

positive entre les dépenses du personnel et la création de valeur comme une conséquence de la hausse des charges reflétant une meilleure qualité pour satisfaire les employés de la banque qui, à leur tour bénéficient à une plus grande création de valeur. Également les banques cotées ne créent pas mieux de valeur actionnariale que les banques non cotées.

Pandey (2005) a essayé de tester les déterminants de la valeur actionnariale, en particulier la rentabilité et la croissance du bénéfice, de 220 entreprises cotées à la bourse de Kuala Lumpur, entre 1994 et 2002. L'auteur a utilisé les données de panel et la méthode GGM. Les variables utilisées sont les suivantes :

- M/B ratio : valeur dépendante
- DPS : le dividende par action
- Growth (EPS) : le bénéfice par action
- ROE ; la rentabilité financière
- Size ; total de l'actif
- Business risk : le  $\beta$
- Leverage : l'endettement
- Free cash-flows ratio
- Capital intensity: Dividende / Actif total.

Les résultats montrent qu'il existe une forte relation positive entre la rentabilité et la valeur actionnariale. La croissance des bénéfices (Growth) est négativement liée avec la valeur actionnariale. Tandis que la rentabilité associée à la croissance a un impact positif sur la valeur. Les résultats indiquent également qu'il existe une relation négative entre le ratio M/B et la taille de l'entreprise, mais une relation positive avec le coefficient  $\beta$ , capital intensity et l'endettement.

Fiordelisi (2007) a essayé de développer une nouvelle mesure de la performance des banques qui est définie comme « la valeur pour l'actionnaire » (variation EVA/capital investi), et savoir si la valeur des coûts et des bénéfices influe significativement sur la création de la valeur. L'auteur a utilisé un large échantillon de banques françaises, allemandes, italiennes et britanniques (cotées et non cotées) au cours de la période 1997 – 2002 en utilisant la méthode des frontières stochastiques et la méthode des moindres carrés généralisés (MMCG). L'auteur a essayé aussi de faire une comparaison entre les



## Chapitre III : Revue de la littérature

---

anciennes mesures de performance et sa nouvelle mesure. Les variables utilisées sont les suivantes :

- Variation EVA/capital investi: valeur dépendante
- Les coûts
- Les profits

Les résultats montrent qu'il y a un effet positif mais limité du coût et du profit sur la création de la valeur actionnariale et que la nouvelle mesure explique mieux la création de la valeur pour l'actionnaire.

Fiordelisi et Molyneux (2010) ont fourni une étude approfondie sur les déterminants de la création de la valeur actionnariale dans les banques européennes de 12 pays durant la période 1998 – 2005. Les variables utilisées sont les suivantes :

- L'EVA
- Les bénéfices
- Le capital investi
- Le coût du capital investi
- Les dépenses
- La taille de la banque
- Risque de perte de crédit
- Risque du marché
- Risque de liquidité
- Le levier financier
- Endettement bancaire

En utilisant un panel dynamique, les résultats montrent qu'il y a une relation positive et significative entre la rentabilité et la valeur actionnariale, une relation positive entre les pertes de crédit et la valeur actionnariale, le levier financier a un impact négatif sur la valeur, pas de lien entre l'EVA et le risque de liquidité, le risque du marché a un effet négatif sur l'EVA, relation positive entre la taille et l'EVA, et enfin un lien positif entre l'endettement bancaire et l'EVA.

Ben Naceur et Goaid (2007) ont essayé d'étudier, durant la période 1990 – 1996, le processus de la création de la valeur dans le marché boursier tunisien, en utilisant un échantillon de plus de 90% des sociétés cotées. Les résultats, du modèle Probit à effets

## Chapitre III : Revue de la littérature

---

aléatoires estimé sur données de panel déséquilibré, montrent que la création de la valeur est positivement et significativement affectée par la politique de dividende et le facteur rentabilité, mais aucune création de valeur n'est affectée par la taille de l'entreprise.

Les variables utilisées sont les suivantes :

- MV/BV
- ROE
- Dettes financières
- Pay-Out
- La taille de l'entreprise
- Les réformes financières

Asogwa (2009) a effectué une étude empirique sur les déterminants de la création de la valeur pour l'actionnaire (MV/BV) des banques cotées au Nigerian Stock Exchange pour la période 2004 - 2008. Fondamentalement, il a testé l'hypothèse de la politique financière, l'hypothèse de la politique de dividendes, l'hypothèse de la rentabilité et les bénéfices ainsi que des variables comme la taille, l'âge et la structure de la firme.

Les résultats, du modèle Probit à effets aléatoires estimé sur données de panel déséquilibré, indiquent que la politique de dividendes est plus importante pour la création de la valeur que la rentabilité financière et la croissance des bénéfices, et que la taille et l'âge des entreprises n'ont pas d'effet sur la valeur actionnariale.

A travers son étude, Oladele (2013) a essayé d'identifier les déterminants de la création de la valeur dans le secteur bancaire nigérian entre 2000 et 2009. L'auteur a appliqué la méthode des moindres carrés ordinaires sur données de panel pour 21 banques cotées à la bourse de Nigéria (NSE). Les résultats montrent que la valeur actionnariale est affectée uniquement par la rentabilité et la politique de dividendes.

L'auteur a utilisé les variables suivantes :

- MV/BV : variable dépendante ;
- P : la rentabilité ;
- DP : la politique de dividendes ;
- FP : la politique financière.

Korankye (2013) a essayé de déterminer les facteurs déterminants de la création de la valeur actionnariale pour un échantillon de banques cotées à la bourse de Ghana, pour le

## Chapitre III : Revue de la littérature

---

période 2006 – 2010. En utilisant les données de panel et la méthode MCO, les résultats indiquent que l'effet de levier, la politique de dividende et la rentabilité ont un impact positif est significatif sur la valeur actionnariale. Les résultats révèlent également que la taille de la banque est négativement liée à la valeur actionnariale. Enfin le type de la banque n'est pas un déterminant important de la valeur actionnariale.

Les variables utilisées sont les suivantes :

- MV/BV : variable dépendante
- Payout : politique de dividende
- ROE : rentabilité financière
- LEV : levier d'endettement
- Size : la taille de la banque
- BNAT : type de la banque

Les différents travaux empiriques sont résumés dans le tableau suivant :

## Chapitre III : Revue de la littérature

Auteurs	Echantillon	périodicité	Variables utilisées	Méthodes utilisées	Résultats empiriques
Ryan et al (2000)	Les entreprises du NASDAQ : 69 annonces de dividendes et 42 émissions	1967-1991	-Le Q de Tobin comme variable dépendante. -CHGYLD : les variations du rendement de dividende ; -DYDUM : variable muette pour le rendement du dividende.	-Régression en coupes transversales -MCO -Méthodologie d'étude d'évènements	Les résultats montrent qu'il existe un effet positif de signalisation des dividendes mais négatif des free cash-flows.
Grullon et al (2002)	7642 annonces de dividendes des entreprises de NYSE et AMEX : 6248 annonces d'augmentation de dividendes et 1358 diminution	1967-1993	-Le total des actifs ; -Le bénéfice d'exploitation avant dépréciation et amortissement ; -Le bénéfice net avant éléments extraordinaires ; -Les dépenses en immobilisation, -La valeur comptable des actions ordinaires ; -Trésorerie et placement à court terme.	Méthodologie d'étude d'évènements	L'augmentation du dividende a conduit à une augmentation des cours des actions des entreprises
Lonkani et Ratchusant (2005)	123 entreprises cotées à la bourse de Thaïlande	1994-2004	- $\Delta$ EPS comme variable dépendante : variation des performances ou bénéfices par actions futurs, - $\Delta$ DIV : différence entre le paiement du dividende réel et le paiement du dividende anticipé, -EYS <sub>j,t-1</sub> : le rendement des gains des actions observé à t-1 en utilisant le bénéfice par action à la fin de l'année t-1 divisé par le cours de l'action de la même période.	- Données de panel - MCO	Les résultats montrent que le dividende a un effet positif sur le prix des actions.

## Chapitre III : Revue de la littérature

Andres et al (2007)	150 entreprises allemandes cotées en bourse	1996-2006	-CAAR : variable dépendante ; c'est le rendement des actions ; -MC : capitalisation boursière ; -DIV - ERR : erreur de l'estimation de dividende ; -DIV - CHGN : variation du rendement du dividende ; -DIV - Y : rendement du dividende.	-méthodologie d'étude d'évènements standards -MCO -Données de panel	Les résultats indiquent que le rendement des actions est significativement lié aux annonces des dividendes.
Grullon et al (2005)	entreprises cotées à la bourse de New York (NYSE) et la bourse d'Amérique (AMEX)	1963-1997	- $\Delta$ DIV : Variations de dividendes -ROE : Return On Equity ; -ROA : Return On Asset ; -MV/BV : Market-To-Book Ratio	MCO	Les résultats montrent que ni les bénéfices futurs des entreprises, ni la rentabilité ne sont affectés par la variation de paiement des dividendes.
Gordon (1959)	les entreprises de quatre industries (produits chimiques, les aliments, les aciers et les machines-outils).	1951-1952	-Prix de l'action (variable dépendante) ; -Dividendes ; -Bénéfices.	- Modèle de Gordon (1959)	Les dividendes ont une plus grande influence sur le prix de l'action que les bénéfices non répartis.
Diamond (1967)	255 entreprises américaines de huit industries	1961-1962	-Prix de l'action (variable dépendante) -Dividendes -Bénéfices. -PER	MCO	Les investisseurs ont une préférence pour les dividendes que les bénéfices non répartis.

## Chapitre III : Revue de la littérature

Keim (1985)	429 entreprises américaines	1931- 1978	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Rendements des dividendes</li> <li>- Rendements des actions</li> <li>- La taille de l'entreprise</li> <li>- La rentabilité boursière</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Modèle de Lintner</li> <li>-Méthodologie d'étude d'évènements</li> </ul>	<p>Relation non linéaire entre les rendements des dividendes et les rendements des actions.</p> <p>un coefficient de rendement positif et significatif.</p> <p>-Relation inverse entre le rendement positif et la taille de l'entreprise (mesurée par la capitalisation boursière).</p>
Morgan et Thomas (1998)	Les entreprises britanniques	1975- 1993	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Rendements des dividendes</li> <li>- Rendements des actions</li> <li>- La taille de l'entreprise</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Modèle de Lintner</li> <li>-Méthodologie d'étude d'évènements</li> </ul>	<p>Relation positive entre le rendement en dividende et le rendement des actions. De plus, la taille des entreprises influence cette relation.</p>
Black and Scholes (1974)	25 portefeuilles d'actions ordinaires cotées à NYSE (New York Stock Exchange)	1950- 1960	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Rendements des dividendes</li> <li>- Rendements des actions</li> </ul>	MEDAF	<p>Les différences des dividendes ne conduisent pas à des différences dans les prix des actions</p>
Ball et al (1979)	Les entreprises australiennes	1945- 1975	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Rendements des dividendes</li> <li>- Rendements des actions</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Etude d'évènements</li> </ul>	<p>Effet significatif et positif des dividendes sur la valeur des entreprises.</p>
Pettit (1977)	les positions du portefeuille de 914 investisseurs individuels	1930- 1970	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Rendements des dividendes</li> <li>- Rendements des actions</li> <li>- L'âge des investisseurs</li> <li>- Les revenus des investisseurs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Méthodologie d'étude d'évènements</li> </ul>	<p>-Relation positive entre l'âge des investisseurs et le rendement du dividende de leurs portefeuilles</p> <p>-Relation négative entre les revenus des investisseurs et le rendement du dividende</p>

## Chapitre III : Revue de la littérature

Elton et Gruber (1970)	Les actions cotées à NYSE	1966-1967	- Rendements des dividendes - Cours des actions	Méthodologie d'étude d'évènements	-Les actions ont chuté. -Relation positive entre le taux de rendement d'une action et la baisse du prix du dividende
Pettit (1972)	Les entreprises américaines cotées	1957-1967	- Rendements des dividendes - Cours des actions	Méthodologie d'étude d'évènements	Le marché réagit positivement à l'annonce de l'augmentation du dividende (augmentation importante du prix des actions), et négativement à l'annonce de la baisse des dividendes (chute importante des cours boursiers).
Asquiter et Mullins (1983)	168 entreprises américaines cotées	1960-1980	- Rendements des dividendes - Cours des actions	Régression en coupe transversale	Les résultats montrent qu'il existe une relation positive et significative entre l'augmentation des dividendes et la richesse des actionnaires.
Michaely et al. (1995)	561 événements d'augmentation de dividende et 887 événements de diminution de dividendes	1994	- Annonces des dividendes - Prix des actions	Méthodologie d'étude d'évènements	Le marché réagit avec optimisme concernant l'argumentation des dividendes, mais le marché est plus pessimiste aux annonces de diminution des dividendes.
Dewenter et Warther (1998)	420 entreprises américaines et 194 entreprises japonaises	1995-1997	- Les annonces de dividende -Le cours boursier	étude comparative entre les entreprises japonaises et les entreprises américaines	Les résultats montrent que l'influence de dividende en tant que mécanisme de signalisation au Japon est nettement inférieure par rapport aux Etats-Unis.

## Chapitre III : Revue de la littérature

Amihud et Murgia (1997)	200 entreprises allemandes cotées à la bourse de Francfort : 255 événements de hausse de dividende et 51 événements de baisse	1988-1992	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les changements des dividendes</li> <li>- Les cours boursiers</li> </ul>	Méthodologie d'étude d'évènements	Les changements de dividendes donnent des informations importantes sur les valeurs des entreprises.
Travlos et al. (2009)	80 annonces d'augmentation de dividende et 39 de diminution pour les entreprises cotées (Chypre)	1985-1995	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les annonces des dividendes</li> <li>- Les cours boursiers</li> </ul>	Méthodologie d'étude d'évènements	-Les rendements des actions sont positifs et significatif.
Watts (1973)	310 entreprises américaines	1946-1967	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les annonces des dividendes</li> <li>- Les cours boursiers</li> </ul>	Méthodologie d'étude d'évènements	Relation positive entre le changement de dividende et les cours boursiers.
Jensen et al. (1992)	565 entreprises en 1982 et 632 entreprises en 1987	1982 et 1987	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les relations d'agence des entreprises</li> <li>- La dette</li> <li>- La politique de dividende</li> </ul>	MCO	La politique de dividende n'est optimale que si les coûts d'agence seront réduits.



## Chapitre III : Revue de la littérature

Holder et al. (1998)	477 entreprises américaines	1980-1990	- Les relations d'agence des entreprises - La politique de dividende	MCO	Les coûts d'agence et la distribution des dividendes sont négativement liés
Saxena (1999)	235 entreprises réglementées et 98 entreprises non réglementées cotées à la bourse de New York	1981-1990	- Les relations d'agence des entreprises - La politique de dividende	MCO	Les coûts d'agence et la distribution des dividendes sont négativement liés
Al-Malkawi (2005)	Les sociétés cotées à la bourse d'Amman	1989-2000	- Dividendes - Cours boursiers	-Données de panel -Tobit -Probit	Les résultats soutiennent l'hypothèse des coûts d'agence
Lang et Litzenberger (1989)	429 annonces de dividende pour les entreprises américaines	1979-1984	-Le Q de Tobin -Dividendes -Cours boursiers	Méthodologie d'étude d'évènements	Les entreprises qui ont un q de Tobin faibles subissent une diminution des cours boursiers, et vice-versa
Howe et al. (1992)	55 appels d'offres et 60 annonces de dividende	1979-1989	- Le Q de Tobin - Annonces de dividendes - Cours boursiers	Méthodologie d'étude d'évènements	Pas de relation entre Q et la réaction des cours boursiers vis-à-vis des annonces de dividendes
Denis et al. (1994)	592 annonces d'augmentation de dividende et 785 de diminution de dividende	1962-1988	- Le Q de Tobin - Le rendement de dividende	Méthodologie d'étude d'évènements	Relation négative entre le Q de Tobin et le rendement de dividende.

## Chapitre III : Revue de la littérature

Yoon et Starks (1995)	4179 annonces de dividende pour les entreprises cotées à la bourse de New York	1969-1988	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le Q de Tobin</li> <li>- Le rendement de dividende</li> </ul>	Méthodologie d'étude d'évènements	Relation négative entre le Q de Tobin et le rendement de dividende.
Kappoor (2009)	Les entreprises indiennes du secteur de l'informatique, secteur de grande consommation et le secteur des services : 168 annonces de dividendes pour le secteur de technologie et de l'informatique, et 199 et 202 annonces pour les secteurs de grande consommation et des services respectivement	2000-2008	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Annonces de dividendes</li> <li>- Rendement boursier</li> <li>- Bénéfices non répartis</li> <li>- Dépenses en immobilisations</li> <li>- L'endettement</li> <li>- La rentabilité</li> <li>- La taille de l'entreprise</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Analyse de régression linéaire multiple estimée sur données de panel à effets fixes</li> <li>- L'approche d'étude d'évènements</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Une relation négative est significative entre les bénéfices non répartis et les dépenses en immobilisations.</li> <li>- Une relation négative entre la liquidité et le ratio de distribution des dividendes.</li> <li>- Une relation positive est significative a été obtenue entre le taux d'endettement et le ratio de distribution.</li> <li>- une relation négative entre la rentabilité et le paiement des dividendes.</li> <li>- Une relation négative entre la croissance et les opportunités d'investissement et le ratio de distribution.</li> <li>- Une relation négative entre la taille de l'entreprise et le ratio de distribution dans le secteur des services.</li> <li>- Les déclarations de dividendes créent de la richesse aux actionnaires dans le secteur de grande consommation et de services. Ainsi les actionnaires préfèrent la distribution des dividendes.</li> </ul>

## Chapitre III : Revue de la littérature

Johnson et Soener (2003)	478 entreprises aux Etats-Unis	1982-1998	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La taille de l'entreprise</li> <li>- La rentabilité de l'entreprise</li> <li>- Les cours boursiers</li> </ul>	Méthode d'étude d'évènements	Les entreprises de grandes taille, rentables et avec des dépenses de publicité de haut niveau ont un meilleur rendement boursier.
Hobarth (2006)	Les sociétés viennoises	19 ans	17 indicateurs financiers et trois variables qui mesurent le rendement de l'entreprise, à savoir la performance du marché (valeur boursière), le rendement des flux de trésorerie (dividendes en espèces), et la rentabilité (ROI).	MCO	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les entreprises ayant un faible ratio Market-To-Book, une efficace gestion de fonds de roulement, une faible liquidité, plus de fonds propres et moins de dettes, et des bénéfices non répartis élevés, ont une rentabilité élevée mesurée par le ROI</li> <li>- Les entreprises ayant plus de dettes et moins de fonds propres, à faible total des actifs et des bénéfices non répartis ont un meilleur rendement des flux de trésorerie (mesurée par le dividende en espèces).</li> <li>- Les entreprises ayant un faible ratio Market-To-Book, plus de fonds propres et moins de dettes, total actif faible, et la marge EBIT élevée ont un meilleur rendement du marché (mesuré par la variation des cours boursiers).</li> </ul>

## Chapitre III : Revue de la littérature

Daniati et Suhairi (2006)	Les entreprises américaines cotées	2005	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les flux de trésorerie provenant des activités d'investissement</li> <li>- Les flux de trésorerie provenant des activités d'exploitation</li> <li>- la taille de l'entreprise</li> <li>- Le bénéfice brut</li> <li>- les cours boursiers</li> </ul>	Méthode d'étude d'évènements	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les flux de trésorerie provenant des activités d'investissement, le bénéfice brut et la taille de l'entreprise ont un effet significatif sur le rendement des actions.</li> <li>- Les flux de trésorerie provenant des activités d'exploitation n'affectent pas le rendement des actions.</li> </ul>
Meythi (2006)	100 entreprises manufacturières de BEJ	1999-2002	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les flux de trésorerie provenant des activités d'exploitation</li> </ul>	Méthodologie d'étude d'évènements	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les flux de trésorerie provenant des activités d'exploitation n'affectent pas les cours des actions.</li> </ul>
Anggraini et al. (2004)	Les entreprises américaines cotées	1995-2002	<ul style="list-style-type: none"> <li>- l'inventaire des stocks</li> <li>- les comptes débiteurs</li> <li>- la marge brute</li> <li>- les charges commerciales et administratives</li> <li>- provisions pour créance douteuses</li> <li>- le taux d'impôts</li> <li>- les compétences d'audit</li> </ul>	Méthodologie d'étude d'évènements	Les résultats montrent qu'en période de crise, le bénéfice brut affecte le rendement anormal, tandis que dans les périodes de non-crise, les ratios financiers et les compétences d'audit ont une influence significative sur le rendement anormal.
Hasheesh (2003)	40 entreprises cotées à Amman Security Exchange	2003	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ROE</li> <li>- ROA</li> <li>- Payout ratio</li> <li>-Le cours boursier</li> <li>- Immobilisations /total actif</li> <li>-Total créances / trésorerie</li> <li>-Total salaire / Dépenses</li> </ul>	MCO	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Une relation positive et significative entre le prix des actions et la rentabilité financière, rentabilité économique et le ratio Pay-out.</li> <li>- Une relation négative entre le prix des actions, les ratios immobilisations / total actif, Total créances / trésorerie, et le ratio Total salaire / Dépenses.</li> </ul>

## Chapitre III : Revue de la littérature

Manao et Nur (2001)	Les entreprises américaines cotées	1997-1998	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Quick ratio</li> <li>- TATO</li> <li>- CLTA</li> <li>- LOTA</li> <li>- GPM</li> <li>- ROE</li> <li>- PBV</li> <li>- BPA</li> <li>- La taille de l'entreprise</li> <li>- le cours boursier</li> </ul>	Méthodologie d'étude d'évènements	Le BPV et BPA ont une influence significative sur tous les modèles.
Sparta et Februwaty (2005)	32 entreprises industrielles cotées à BEJ	1999-2002	<ul style="list-style-type: none"> <li>-ROE</li> <li>-BPA</li> <li>-CFO</li> <li>- Les rendements boursiers</li> </ul>	MCO	<ul style="list-style-type: none"> <li>- le ROE a une influence significative sur la rentabilité boursière</li> <li>- le BPA et CFO ont un effet négatif sur le prix des actions.</li> </ul>
Mais (2005)	des entreprises cotées sur l'indice islamique de Jakarta	2004	<ul style="list-style-type: none"> <li>- NRM</li> <li>- ROA</li> <li>- ROE</li> <li>- DER</li> <li>- BPA</li> <li>- Le cours des actions</li> </ul>	MCO	Toutes les variables sauf le DER ont un impact positif sur le cours des actions.

## Chapitre III : Revue de la littérature

Kennedy (2005)	Les actions de l'indice LQ45 en Beijing	2001-2002	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ROA</li> <li>- ROE</li> <li>- BPA</li> <li>- TATO</li> <li>- la marge bénéficiaire</li> <li>- la rotation des actifs</li> <li>- DER</li> <li>- DTA</li> <li>- la rentabilité boursière</li> </ul>	MCO	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le TATO, ROA, BPA et DER ont un effet positif,</li> <li>- ROE et DTA ont un effet négatif sur la valeur des actions</li> </ul>
Roswati (2007)	Les entreprises de cinq industries, notamment la vente au détail, l'alimentation, tabac, l'automobile et des produits pharmaceutiques	1996-2006	<ul style="list-style-type: none"> <li>- CR</li> <li>- TATO</li> <li>- DER</li> <li>- ROE</li> <li>- PBA</li> <li>- BPV</li> <li>- la rentabilité boursière</li> </ul>	MCO	Les ratios importants de l'industrie de vente en détail sont ROE, BPA et PBV, dans l'industrie de l'alimentation sont BPA et PBV, dans l'industrie du tabac sont CR, TATO, DER, BPA et PBV, dans l'industrie de l'automobile sont DER, ROE, BPA et PBV, tandis que dans l'industrie des produits pharmaceutiques sont CR, BPA et PBV. Généralement, dans les cinq industries, les ratios influençant les cours boursiers sont TATO, DER < BPA et PBV
Hamzah (2007)	135 entreprises industrielles cotées à la bourse de Jakarta	2000-2005	<ul style="list-style-type: none"> <li>- le ratio de liquidité</li> <li>- le taux d'activité</li> <li>- ratio de solvabilité</li> <li>- le gain en capital</li> <li>- les dividendes</li> <li>- le prix des actions</li> </ul>	MCO	corrélation positive entre les ratios financiers et le cours boursier.

## Chapitre III : Revue de la littérature

Taani et Banykhaled (2011)	40 entreprises cotées à la bourse d'Amman	2000-2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>- PBA</li> <li>- DER</li> <li>- ROE</li> <li>- NPM</li> <li>- TATO</li> <li>- PBV</li> <li>- TA</li> <li>- CFO / sales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- la méthode de régression multiple</li> <li>- les modèles de régression "pas-à-pas"</li> </ul>	Les ratios ROE, PBV, CFO/sales et le DER ont un impact significatif sur le bénéfice par actions.
Dlacio et Menaje (2012)	50 entreprises cotées en bourse du Philippines	2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>- BPA</li> <li>- ROA</li> <li>- ROE</li> <li>- le prix de l'action</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- MCO</li> <li>- test de Spearman</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- une forte corrélation positive entre BPA et le prix de l'action</li> <li>- une faible corrélation négative entre le ROE et le cours boursier</li> </ul>
Kabajech et al. (2012)	23 entreprises d'assurance publiques cotées à la bourse d'Amman	2002-2007	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ROA</li> <li>- ROE</li> <li>- ROI</li> <li>- les cours boursiers</li> </ul>	Données de panel	<ul style="list-style-type: none"> <li>- le ROA, ROE et ROI (ensembles) ont un effet positif sur le cours boursiers</li> <li>- les ROA et ROI séparés ont un impact positif mais faible sur le cours boursiers</li> <li>- le ROE seul n'a aucun effet sur les cours boursiers</li> </ul>
Irungu (2013)	10 banques cotées à Nairobi Securities Exchange	2011	<ul style="list-style-type: none"> <li>- le prix des actions</li> <li>- la rentabilité financière</li> <li>- le ratio taille / total actif</li> <li>- les dettes</li> <li>- le ratio coût / revenu</li> </ul>	MCO	Les résultats sont significatifs

## Chapitre III : Revue de la littérature

Kebewar (2012)	1078 entreprises françaises appartenant au secteur de la consommation	1999- 2006	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ROA</li> <li>- Prof1</li> <li>- Prof2</li> <li>- l'endettement</li> <li>- la garantie</li> <li>- l'impôt</li> <li>- les opportunités de croissance</li> </ul>	MMG	L'endettement affecte négativement la profitabilité des entreprises
Bhandari (1988)	728 actions indiennes	1948- 1949 à 1980- 1981	<ul style="list-style-type: none"> <li>- l'endettement</li> <li>- le rendement boursier</li> </ul>	Méthodologie d'étude d'évènements	Les rendements des actions et le ratio de l'endettement sont liés positivement
Muradoglu et Whittington (2001)	170 entreprises cotées à la bourse de Colombie	1990- 1999	<ul style="list-style-type: none"> <li>- le ratio dettes/capitaux propres</li> <li>- les rendements boursiers</li> </ul>	Méthodologie d'étude d'évènements	Les entreprises qui ont un faible ratio de levier financier ont affiché des rendements plus élevés que les entreprises avec des ratios de levier financier élevés
Baker et Wurgler (2002)	Les entreprises américaines cotées	1928- 1997	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Market to Book ratio</li> <li>- la rentabilité</li> <li>- l'endettement</li> <li>- le rendement boursier</li> </ul>	MCO	La dette n'a pas d'impact sur les cours boursiers



## Chapitre III : Revue de la littérature

Muradoglu et Sivaprasad (2007)	2673 entreprises cotées à la bourse de Londres	1965-2004	<ul style="list-style-type: none"> <li>- CARR</li> <li>- Leverage</li> <li>- Beta</li> <li>- Size</li> <li>- PER</li> <li>- Interest</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- GGM</li> <li>- Données de panel à effet fixes</li> </ul>	- L'effet de levier est négatif sur le rendement des actions
Kit et Wang (2009)	60 entreprises cotées à la bourse de Hong Kong	1999-2008	<ul style="list-style-type: none"> <li>- l'endettement</li> <li>- PER</li> <li>- Price-To-Book</li> <li>- la valeur de marché</li> <li>- le rendement boursier</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Méthodologie d'étude d'évènement</li> <li>- MCO</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le ratio de l'endettement ne peut pas être utilisé pour prédire les cours boursiers</li> <li>- D'autres ratios, tels le PER, Price-To-Book et la valeur de marché, sont de meilleurs indicateurs des rendements anormaux plus que le levier financier</li> </ul>
Khan et al. (2013)	69 entreprises cotées à la bourse du Pakistan	2003-2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>- DER</li> <li>- ROE</li> <li>- CFO</li> <li>- BPA</li> <li>- le rendement boursier</li> </ul>	MCO	Tous les ratios financiers ont un impact positif sur le cours boursiers
Lam (2002)	100 entreprises cotées à la bourse de Hong Kong	1984-1997	<ul style="list-style-type: none"> <li>- la taille</li> <li>- le ratio Book-To-Market Equity</li> <li>- le <math>\beta</math></li> <li>- PER</li> <li>- les rendements des actions</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- le modèle de Fama et French (1993)</li> <li>- MCO</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- le <math>\beta</math> n'explique pas les rendements</li> <li>- la taille de l'entreprise, le ratio Market-To-Book et le PER ont un effet efficace sur la variation des rendements</li> </ul>

## Chapitre III : Revue de la littérature

JALAJA (2010)	50 sociétés indiennes	2002- 2006	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Taille : capitalisation boursière</li> <li>- MV/BV</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Méthodologie d'étude d'évènements</li> <li>- MCO</li> <li>- Le test Pearson</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les sociétés d'ancienne génération créent plus de valeur aux actionnaires que les entreprises de nouvelle génération</li> <li>- la création de valeur ne dépend pas de la taille de l'entreprise (mesurée en termes de capitalisation boursière)</li> <li>- la création de valeur est élevée dans les entreprises à moyenne et faible capitalisation, et faible en haute capitalisation des entreprises</li> </ul>
Poulain- Rehm (2005)	138 entreprises françaises cotées	1997- 2001	<ul style="list-style-type: none"> <li>- MVA</li> <li>- le free cash-flow</li> <li>- Les variables d'investissement et de financement</li> <li>- Les opportunités de croissance (Dettes ou dividendes)</li> <li>- la croissance du chiffre d'affaires</li> <li>- la marge brute d'exploitation</li> <li>- la structure d'actionariat</li> <li>- la taille et le secteur d'activité</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- régression intégrant l'ensemble des</li> <li>- régression "pas à pas" (stepwise)</li> <li>- régression "descendante" (backward),</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ni l'endettement, ni la distribution de dividendes ne permettraient de réduire le niveau des ressources en excès dans un sens favorable à la maximisation de la valeur</li> </ul>
Fiordelisi et Molyneux (2006)	Les banques européennes cotées et non cotées	1995- 2002	<ul style="list-style-type: none"> <li>- EVA</li> <li>- l'efficacité des coûts et des bénéfices</li> <li>- la satisfaction des clients</li> <li>- la satisfaction au travail ou d'un employé</li> <li>- le risque de crédit</li> <li>- le risque opérationnel</li> <li>- la structure du marché bancaire</li> <li>- la structure financière</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- la méthode des frontières stochastiques</li> <li>- la méthode des moindres carrés généralisés (MCGR)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les rendements de la banque ont une influence positive sur la création de valeur actionnariale</li> <li>- Une relation positive entre les dépenses du personnel et la création de valeur</li> <li>- Les banques cotées ne créent pas mieux de valeur actionnariale que les banques non cotées</li> </ul>

## Chapitre III : Revue de la littérature

<p>Pandey (2005)</p>	<p>220 entreprises cotées à la bourse de Kuala Lumpur</p>	<p>1994- 2002</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- M/B ratio</li> <li>- DPS</li> <li>- Growth</li> <li>- ROE</li> <li>- Size</li> <li>- Business risk</li> <li>- Leverage</li> <li>- Capital intensity</li> <li>- Free cash-flows ratio</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Données de panel</li> <li>- MMG</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Une forte relation positive entre la rentabilité et la valeur actionnariale</li> <li>- La croissance des bénéfices (Growth) est négativement liée à la valeur actionnariale</li> <li>- La rentabilité associée à la croissance a un impact positif sur la valeur.</li> <li>- Une relation négative entre le ratio M/B et la taille de l'entreprise mais une relation positive avec le coefficient <math>\beta</math>, capital intensity et l'endettement</li> </ul>
<p>Fiordelisi (2007)</p>	<p>Les banques françaises, allemandes, italiennes et britanniques (cotées et non cotées)</p>	<p>1997- 2002</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Variation EVA/capital investi: valeur dépendante</li> <li>- Les coûts</li> <li>- Les profits</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La méthode des frontières stochastiques</li> <li>- La méthode des moindres carrés généralisés (MMCG)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Un effet positif mais limité du coût et du profit sur la création de la valeur actionnariale</li> <li>- La nouvelle mesure explique mieux la création de la valeur pour l'actionnaire.</li> </ul>

## Chapitre III : Revue de la littérature

<p>Fiordelisi et Molyneux (2010)</p>	<p>Les banques européennes de 12 pays</p>	<p>1998-2005</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- L'EVA</li> <li>- Les bénéfices</li> <li>- Le capital investi</li> <li>- Le coût du capital investi</li> <li>- Les dépenses</li> <li>- La taille de la banque</li> <li>- Risque de perte de crédit</li> <li>- Risque du marché</li> <li>- Risque de liquidité</li> <li>- Le levier financier</li> <li>- Endettement bancaire</li> </ul>	<p>Panel dynamique</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Il y a une relation positive et significative entre la rentabilité et la valeur actionnariale</li> <li>- Une relation positive entre les pertes de crédit et la valeur actionnariale</li> <li>- Le levier financier a un impact négatif sur la valeur</li> <li>- Pas de lien entre l'EVA et le risque de liquidité</li> <li>- Le risque du marché a un effet négatif sur l'EVA</li> <li>- Une relation positive entre la taille et l'EVA</li> <li>- Un lien positif entre l'endettement bancaire et l'EVA.</li> </ul>
<p>Ben Naceur et Goaid (2007)</p>	<p>90% des sociétés cotées dans le marché boursier tunisien</p>	<p>1990-1996</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- MV/BV</li> <li>- ROE</li> <li>- Dettes financières</li> <li>- Pay-Out</li> <li>- La taille de l'entreprise</li> <li>- Les réformes financières</li> </ul>	<p>- Modèle Probit à effets aléatoires - Données de panel déséquilibré</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La création de la valeur est positivement et significativement affectée par la politique de dividende et le facteur rentabilité</li> <li>- Aucune création de valeur n'est affectée par la taille de l'entreprise</li> </ul>

## Chapitre III : Revue de la littérature

Asogwa (2009)	Les banques cotées au Nigerian Stock Exchange	2004-2008	<ul style="list-style-type: none"> <li>- MV/BV</li> <li>- ROE</li> <li>- Dettes financières</li> <li>- Pay-Out</li> <li>- Les bénéfices</li> <li>- La taille de l'entreprise</li> <li>- L'âge de l'entreprise</li> <li>- La structure de l'entreprise</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Modèle Probit à effets aléatoires</li> <li>- Données de panel déséquilibré</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La politique de dividendes est plus importante pour la création de la valeur que la rentabilité financière</li> <li>- La croissance des bénéfices, la taille et l'âge des entreprises n'ont pas d'effet sur la valeur actionnariale.</li> </ul>
Oladele (2013)	21 banques cotées à la bourse du Nigéria (NSE)	2000-2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>- MV/BV</li> <li>- la rentabilité</li> <li>- la politique de dividendes</li> <li>- la politique financière</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Données de panel</li> <li>- MCO</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La valeur actionnariale est affectée uniquement par la rentabilité et la politique de dividendes</li> </ul>
Korankye (2013)	Les banques cotées à la bourse de Ghana	2006-2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>- MV/BV</li> <li>- Payout</li> <li>- ROE</li> <li>- LEV</li> <li>- Size</li> <li>- BNAT</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Données de panel</li> <li>- MCO</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- L'effet de levier, la politique de dividende et la rentabilité ont un impact positif est significatif sur la valeur actionnariale</li> <li>- La taille de la banque est négativement liée à la valeur actionnariale</li> <li>- Le type de la banque n'est pas un déterminant important de la valeur actionnariale</li> </ul>

### Conclusion

Même si les entreprises existent pour atteindre plusieurs objectifs, la maximisation de la valeur actionnariale semble être le plus important. En théorie, les facteurs tels la politique de dividendes, la politique financière et le niveau de rentabilité sont cruciales pour influencer la création de la valeur pour l'actionnaire.

Au fil des ans, les chercheurs de la finance ont débattu pour savoir si la politique de dividendes de l'entreprise a un impact sur la valeur actionnariale. Plusieurs écoles de pensée ont émergé dans cette direction. Modigliani et Miller (1961) pensent que la politique de dividendes, dans un monde sans taxes, sans coûts de transaction, n'a pas d'impact sur la richesse des actionnaires. Autre école de pensée stipule que la politique de dividendes affecte la richesse des actionnaires. Gordon (1963), Lintner (1962) et Graham et Dodd (1962) affirment que les dividendes sont importants parce que les investisseurs préfèrent recevoir un dividende au lieu de le conserver. Grullon et al. (2002) ont conclu que les entreprises qui versent des dividendes subissent une baisse significative de leur risque systématique. En enquêtant sur le processus de création de la valeur dans la bourse de Tunis, Ben Naceur et Goaid (2007) constatent que la valeur des entreprises est significativement et positivement liée à la politique de dividendes.

D'autres études stipulent que la structure financière de l'entreprise peut influencer la richesse des actionnaires. La structure financière d'une entreprise révèle la combinaison de la dette et des capitaux propres utilisés par l'entreprise pour financer son activité. Modigliani et Miller (1963) affirment que, compte tenu de certaines hypothèses telles que l'absence d'impôt et de coûts de transaction, la politique financière est indépendante de la valeur de l'entreprise. Toutefois, Jensen et Meckling (1976) et Myers (1977) ont démontré le contraire.

De la même façon, la rentabilité de l'entreprise a eu généralement un impact positif sur la valeur actionnariale. Dans une étude sur les entreprises cotées à la bourse de Kuala Lumpur, Pandey (2005) suggère que la relation entre la rentabilité et la valeur actionnariale est positive. Asogwa (2009), lors de son étude sur les banques cotées à la bourse du Nigeria, en utilisant le modèle Probit à effet aléatoire, affirme qu'il y a un effet positif de la rentabilité sur la valeur actionnariale. Par contre, Ramezani et al. (2001) ont conclu que la rentabilité ne conduit pas à l'augmentation de la valeur actionnariale.

Chapitre IV :  
Investigation empirique  
sur les pays du Maghreb

### Introduction

Dans les deux chapitres précédents, nous avons vu que la richesse des actionnaires dépend d'un certain nombre de facteurs ; cependant la validation empirique des principaux modèles théoriques a montré, d'une part que ces facteurs n'affectent pas, de la même façon, la valeur créée aux actionnaires, et d'autre part, la spécificité des entreprises a un rôle sur l'effet de ces facteurs sur la valeur actionnariale. La diversité des résultats est principalement due à la diversité des contextes macroéconomiques et institutionnels qui cadrent les études empiriques ; en effet, la structure d'une économie, les règles qui régissent son fonctionnement et les caractéristiques réelles des entreprises, les phases du cycle économique, les politiques économiques, la nature des investissements et la structure du système financier sont les principales variables qui relèvent de l'environnement macroéconomique et institutionnel et qui affectent les décisions de financement, de rémunération des actionnaires et même la rentabilité des entreprises pour donner un sens à la valeur créée.

La valeur actionnariale est au cœur de la théorie de la finance d'entreprise et des marchés financiers. Cependant, malgré de nombreux travaux théoriques et empiriques, la question des déterminants de cette valeur reste toujours ouverte. De plus, la plus part de la littérature porte sur l'étude de la valeur actionnariale dans les pays développés. Partant de ce constat, notre démarche, dans ce chapitre, consiste à apporter un nouvel éclairage sur les déterminants de la valeur actionnariale dans trois pays du Maghreb à savoir, le Maroc, la Tunisie et l'Algérie. Notre objectif est de montrer les facteurs qui influent le plus sur la richesse des actionnaires dans ces trois pays. Pour ce faire, nous présenterons dans une première section l'échantillon de l'étude et le modèle à tester. Dans ce contexte, trois hypothèses, à savoir l'hypothèse de la politique de dividendes, l'hypothèse de la politique financière et l'hypothèse de profitabilité, seront prises en considération pour les tester sur les données marocaines, tunisiennes et algériennes. Nous exposerons ensuite les différentes variables choisies, notre choix porte sur le Total Shareholder Return (TSR) comme variable dépendante. Enfin, nous présenterons les différentes méthodes économétriques utilisées. Pour cette étude, nous allons appliquer en premier lieu un test de spécification de Fisher qui nous renseigne sur l'existence de l'hétérogénéité interindividuelle des comportements. Si la statistique calculée du test est supérieure à la valeur lue sur la table de Fisher, le modèle doit être estimé équation par équation, nous utiliserons donc la



## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

méthode des moindres carrés ordinaires (MCO). Pour trouver le déterminant, de notre valeur actionnariale, le plus significatif nous utiliserons une autre méthode appelée « La régression Stepwise ».

La deuxième section traite les différents résultats évoqués de cette étude où les modèles de régression analysent l'impact de la politique de dividendes, la politique financière, la rentabilité financière et la taille des entreprises sur la création de la valeur actionnariale.

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

### Section 1 : Echantillonnage et méthodologie de l'étude :

Dans le cadre de cette section, nous étudions les déterminants de la valeur actionnariale sur un panel d'entreprises marocaines, tunisiennes et algériennes. Pour cela, nous formulons trois hypothèses, issues de la littérature théorique et empirique, à tester sur les données marocaines, tunisiennes et algériennes. Nous exposerons ensuite les différentes variables choisies pour notre étude. Et enfin les méthodes économétriques utilisées.

#### I- Hypothèses, choix des variables et échantillon de l'étude :

##### 1- Formulation des hypothèses :

Le but de cette partie est de formuler les différentes hypothèses, nous nous inspirons des idées évoquées dans les chapitres précédents de la thèse. Essentiellement, nous nous intéressons aux déterminants de la valeur actionnariale des entreprises sur les marchés émergents des pays du Maghreb afin de pouvoir les tester économétriquement. Nous avons choisi trois déterminants clés de la création de valeur actionnariale : la rentabilité financière de l'entreprise, la politique financière et la politique de dividende.

##### a) L'hypothèse de la politique de dividendes :

Miller et Modigliani (1961) fournissent des arguments convaincants en faveur du fait que la valeur de l'entreprise n'est pas affectée par la politique de dividende dans un monde sans taxe et sans frais de transactions. Alors que Brennan (1970) a suggéré qu'il serait peut-être optimal de verser des dividendes. Cette idée était modifiée par Miller et al. (1978). Par ailleurs, Rozeff (1982) suggère que la politique de dividende optimale peut exister même si nous ignorons les considérations fiscales. Plusieurs modèles de signalisation par le dividende ont été élaborés, notamment ceux de Kalay (1980), Bhattacharya (1979), John et Williams (1985) et Miller et Rock (1985), pour qui la politique de dividende est l'un des signaux utilisé par l'entreprise pour révéler au marché son état de santé. La politique de dividende est aussi affectée par les problèmes d'agence entre les dirigeants, les actionnaires et les créanciers de l'entreprise (Grossman et al., 1980 ; Jensen et al., 1986 ; Myers, 1977 ; Jensen et Meckling, 1976).

H1 : Il existe une relation positive entre la politique de dividendes et la richesse des actionnaires.

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

### *b) L'hypothèse de la rentabilité financière :*

Selon Rappaport (1986), la rentabilité peut être considérée comme un pilote de valeur très important. Une amélioration de la rentabilité peut conduire à la réalisation d'une valeur actionnariale positive.

H2 : La valeur actionnariale dépend de la profitabilité des entreprises.

### *c) L'hypothèse de la politique financière :*

Modigliani et Miller (1958) montrent que dans un monde sans impôts, l'endettement de l'entreprise n'a aucun effet sur sa valeur. Plus récemment, les théories de la structure du capital ont porté sur les avantages fiscaux (Modigliani et Miller, 1963), les coûts d'agence de l'endettement (Jensen et al., 1976 et Myers, 1977), l'avantage de l'endettement en se limitant sur la discrétion managériale (Jensen, 1986), l'effet de la dette sur l'information des investisseurs et sur leur capacité à superviser la gestion (Harris et al., 1991) et le choix du niveau de la dette comme un signal de la qualité de gestion pour l'entreprise (Ross, 1977 et Leland et al., 1977).

H3 : La politique financière de l'entreprise n'a pas d'impact sur la valeur actionnariale.

## **2- Le choix des variables :**

Notre choix concernant les variables financière s'est basé sur les études empiriques qui montrent que la valeur actionnariale, la rentabilité des entreprises, la politique financière et celle de dividende sont reliées.

Les différentes études empiriques présentent un ensemble d'hypothèses à tester sur les déterminants de la valeur actionnariale. En suivant cette méthodologie, nous avons obtenu une liste de déterminants potentiels, dont l'impact varie d'une théorie à l'autre. Après avoir présenté nos hypothèses, nous choisissons nos variables et analysons les relations attendues avec notre variable à expliquer. Le but de notre recherche est d'examiner tous les facteurs qui influent sur notre valeur actionnariale.

Les entreprises arabes ne disposent pas leurs propres données, nous avons fait donc des suppositions pour remédier au manque d'information. Sachant que l'actionnaire est l'élément principal de l'entreprise puisqu'il met son argent au sein de cette dernière. L'entreprise doit être rentable pour lui créer de la valeur, nous allons donc tester l'effet de la rentabilité financière sur la valeur actionnariale. Sans oublier aussi que l'entreprise ne se finance pas uniquement par les capitaux apportés par les actionnaires, mais aussi par des

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

ressources externes. Nous allons également tester l'effet des dettes financières sur notre valeur. A partir de ces deux variables, nous pourrions savoir ce que rapporte l'entreprise à ses actionnaires. Comme nous sommes dans une économie contemporaine qui relie le tissu économique aux marchés boursiers, nous allons introduire dans notre modèle des variables qui sont spécifiques aux marchés financiers. Nous remplacerons le Market To Book ratio par une autre mesure de la création de la valeur, c'est le Total Shareholder Return (TSR). Nous allons remplacer aussi le Pay-out qui est une mesure comptable de la politique de dividende par une mesure boursière, c'est le Dividend-yield. Nous allons examiner aussi l'effet de la capitalisation boursière sur notre valeur actionnariale. La relation entre la valeur actionnariale et la taille de l'entreprise est susceptible d'être négative. Cependant, il est utile d'étudier cette relation puisqu'il existe de faux actionnaires résultants des opérations de spéculation.

### a) *La variable à expliquer :*

La valeur actionnariale est créée lorsque les rendements financiers des activités stratégiques dépassent le coût de ces activités. La valeur actionnariale en théorie, est la valeur économique des investissements, réduits par un taux d'intérêt égal au coût du capital, et est souvent mesurée par la hausse des prix des actions et des dividendes pour une période de mesure donnée.

La valeur actionnariale a été largement utilisée pour évaluer les investissements en capital et les acquisitions, mais son utilisation dans les stratégies et l'évaluation des activités opérationnelle n'est pas commune (House et Benefield. 1995).

Le ratio Valeur de marché / Valeur comptable est un rapport axé sur le marché qui peut servir comme une meilleure mesure de la création de valeur. La valeur de marché est déterminée par l'évaluation des flux futurs des profits que les actifs de l'entreprise peuvent générer, alors que la valeur comptable est égale à la somme versée pour les actifs acquis.

Hax et Majluf (1984) affirment que le ratio Valeur de marché / Valeur comptable est la meilleure mesure disponible de la création de la valeur actionnariale. Rappaport (1981) souligne que ce ratio n'est pas lié aux événements passés, mais peut refléter les rendements des investisseurs. Bogue et Buffa (1984) affirment que ce ratio est un indicateur de succès dans l'amélioration de la valeur des entreprises.

Afin d'analyser les déterminants de la valeur actionnariale, plusieurs mesures ont été choisies. Fiordelisi et Molyneux (2006) ont utilisé l'indicateur EVA comme variable

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

dépendante. C'est une mesure propre aux entreprises non cotées en bourse. Ainsi, Fiordelisi et Molyneux (2010), Goaid et Ben Naceur (2007), Asogwa (2009) ont utilisé le ratio Market To Book pour pouvoir étudier la création de la valeur à l'intérêt des actionnaires.

Le comportement du marché boursier peut être étudié en utilisant trois ratios de base : le TSR (Total Shareholder Return), le PER (Price Earning ration), qui rapporte le résultat net de l'entreprise par action à son cours, et le PTB (Price-To-Book), qui rapporte la valeur de marché des fonds propres à leur valeur comptable. Le TSR permet de mettre en relief le caractère exceptionnel des rendements réalisés sur les marchés boursiers, les deux autres ratios permettent de montrer la déformation du prix relatif des actifs financiers par rapport aux actifs réels.

Dans cette thèse, nous allons étudier la création de la valeur uniquement à l'intérêt des actionnaires, le TSR rapporte la somme du dividende perçu et la variation de la valeur de l'action à son cours ; par conséquent, notre choix porte sur le Total Shareholder Return (TSR) comme variable dépendante.

$$\text{TSR} = \frac{\text{Cours fin année} - \text{Cours début année} + \text{dividendes}}{\text{Cours début année}}$$

Ce ratio exprime ce qui fait gagner l'actionnaire en termes d'actions et en termes de dividendes.

### b) *Les variables explicatives :*

Les variables explicatives considérées comme déterminants de la valeur actionnariale sont les suivantes :

- La rentabilité financière des entreprises : **ROE** =  $\frac{\text{Résultat net}}{\text{Capitaux propres}}$

Ce ratio exprime la capacité d'une entreprise à générer des profits à partir de ses capitaux propres. La rentabilité financière ou rentabilité des capitaux propres est une rentabilité à destination des actionnaires. Ce ratio mesure la capacité de l'entreprise de rémunérer les associés.

- La politique de dividendes : **Dividend-yield** =  $\frac{\text{Dividendes}}{\text{Cours boursier}}$

C'est le rendement des actionnaires. Ce rendement est représenté par le rapport entre le dividende par action et le cours de l'action (en fin d'année fiscale). Ce ratio est composé de la rentabilité totale qui vient des dividendes avec

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

l'apparition des prix. Cette mesure a l'avantage supplémentaire de tenir compte du risque et de l'investissement de l'entreprise.

- La politique financière : est le niveau d'endettement de l'entreprise. Il est défini comme les dettes financières à long terme portant les intérêts. Elles sont représentées par la somme des dettes auprès les établissements de crédits, les emprunts obligataires et les dettes financières diverses.
- La taille de l'entreprise exprimée en capitalisation boursière : Lu et al. (2001), Ruigrok et al. (2003) et Hsu et al. (2003) affirment que la taille de l'entreprise est mesurée soit par le nombre d'employés, soit par le total de l'actif. Les variables retenues sont habituellement le total de l'actif, la capitalisation boursière, le chiffre d'affaires, les effectifs et le total du bilan comptable. La majorité des travaux empiriques précédents, qui traitent les déterminants de la valeur actionnariale, ont considéré que la taille de l'entreprise est représentée par sa capitalisation boursière. Dans cette thèse, nous avons retenu, parmi les différentes variable de taille possibles la capitalisation boursière. Cette dernière est la valeur de marché des capitaux propres de l'entreprise. Elle résulte de la multiplication du nombre d'actions composant le capital de l'entreprise par le cours boursiers.

Selon Chan et Chen (1991), la mesure de la taille de l'entreprise fondée sur sa capitalisation boursière prend en compte des entreprises vulnérables ou sensibles aux variations de l'activité économique. Berk (1995) affirme que la mesure de la taille par la capitalisation boursière repose sur les cours des actions. Selon Banz (1981), la taille de l'entreprise mesurée par sa capitalisation boursière, complète le coefficient  $\beta$  pour expliquer les rentabilités des actions. Banz (1981) a conclu, à partir d'un échantillon d'entreprises cotées à NYSE, qu'il y a une relation négative entre la performance des titres et la taille des entreprises mesurée par la capitalisation boursière. Basu (1983) confirme cette conclusion.

Les variables retenues sont représentées par les ratios décrits dans le tableau suivant :

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

**Tableau n°4-1 : Mesure et codage des variables**

	Codage	Variables	Mesure
<b>Variable à expliquer</b>	TSR	Total Shareholder Return	(Cours fin année - Cours début année + dividendes) / Cours début année
<b>Variables explicatives</b>	ROE	La rentabilité financière	Résultat net / Capitaux propres
	Yield	La politique de dividende	Dividendes / Cours boursier
	Debt	La politique financière	Les dettes financières
	CB	La taille de l'entreprise	La capitalisation boursière

Après avoir défini toutes les variables, nous allons présenter dans le tableau suivant les statistiques descriptives :

**Tableau n° 4-2 - Maroc : Statistiques descriptives**

Variables	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
TSR	3.37	2.84	0	34.12
Yield	50.37	44.43	0	270
ROE	14.75	12.14	-49.06	63
Debts	20 804 703.25	535 3041	1352	654 000 000
CB	6 342 425 178.84	1 277 676 800	6 015 984.67	102 123 755 902

*Note : les statistiques descriptives portent sur 62 entreprises soit 496 observations*

**Tableau n° 4-3 - Tunisie : Statistiques descriptives**

Variables	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
TSR	1.84	1.37	0	10.21
Yield	23.61	16.16	-57.78	380.7
ROE	13.89	7.88	-5.296	187.98
Debts	95 615 972	2 141 678	0.36	12 874 783 005
CB	171 534 522.66	51 189 275	1716	3 512 219 000

*Note : les statistiques descriptives portent sur 46 entreprises soit 368 observations*

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

**Tableau n° 4-4 - Algérie : Statistiques descriptives**

Variables	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
TSR	1.31	1.10	- 46	32
Yield	4.22	4.20	0	9
ROE	11.33	12	- 38	17
Debts	2 001.875	1 620	0	6 240
CB	3 984.083	3 475.500	2 040	7 150

*Note : les statistiques descriptives portent sur 4 entreprises soit 24 observations*

Selon ces tableaux, nous constatons que la valeur actionnariale (TSR) pour le Maroc, l'Algérie et la Tunisie ne sont pas similaires. Nous remarquons que le Maroc dispose du ratio le plus élevé que celui de la Tunisie et l'Algérie. Quant aux rendements des actionnaires en matière de dividendes (Yield), les entreprises marocaines distribuent plus de dividendes que les entreprises tunisiennes et algériennes. Concernant la profitabilité des entreprises, les taux pour le Maroc et la Tunisie sont presque similaires, mais plus petit pour les entreprises algériennes. Le Maroc dispose du taux le plus élevé. De plus se sont les entreprises tunisiennes qui s'endettent le plus. Alors que la capitalisation boursière dans les entreprises marocaines est beaucoup plus élevée que celle des entreprises tunisiennes. La bourse algérienne reste l'une des plus petites places boursière au monde puisque la capitalisation boursière des entreprises est la plus petite. Les entreprises marocaines sont les plus grandes dans notre échantillon. C'est un pays où le marché boursier est le plus développé de la région.

Les valeurs financières de ces variables entre les trois pays sont différentes puisque chaque pays a ses propres caractéristiques.

**Tableau n°4-5 - Maroc : Corrélation des variables**

	<b>TSR</b>	<b>Yield</b>	<b>ROE</b>	<b>Debts</b>	<b>CB</b>
<b>TSR</b>	1.00				
<b>Yield</b>	0.70	1.00			
<b>ROE</b>	0.25	0.11	1.00		
<b>Debts</b>	-0.001	0.02	-0.01	1.00	
<b>CB</b>	-0.06	0.12	0.08	0.009	1.00

*Note : les statistiques descriptives portent sur 62 entreprises soit 496 observations*



**Tableau n° 4-6 - Tunisie : Corrélation des variables**

	<b>TSR</b>	<b>Yield</b>	<b>ROE</b>	<b>Debts</b>	<b>CB</b>
<b>TSR</b>	1.00				
<b>Yield</b>	0.79	1.00			
<b>ROE</b>	0.22	0.26	1.00		
<b>Debts</b>	-0.034	-0.02	0.10	1.00	
<b>CB</b>	0.08	-0.04	0.18	0.03	1.00

*Note : les statistiques descriptives portent sur 46 entreprises soit 368 observations*

**Tableau n°4-7 - Algérie : Corrélation des variables**

	<b>TSR</b>	<b>Yield</b>	<b>ROE</b>	<b>Debts</b>	<b>CB</b>
<b>TSR</b>	1.00				
<b>Yield</b>	-0.42	1.00			
<b>ROE</b>	0.0041	-0.02	1.00		
<b>Debts</b>	0.032	0.06	-0.15	1.00	
<b>CB</b>	0.0042	0.37	-0.32	-0.45	1.00

*Note : les statistiques descriptives portent sur 4 entreprises soit 24 observations*

Les tableaux 5, 6 et 7 représentent la matrice de corrélation de Pearson. Les valeurs de corrélation faible indiquent que le problème de colinéarité n'est pas visible. Le coefficient le plus élevé est de 0,37 pour les entreprises algériennes entre la distribution de dividendes (Yield) et la capitalisation boursière. Ce chiffre ne dépasse pas la somme acceptable dans l'analyse économétrique. Nous pouvons constater des relations entre la valeur actionnariale et ses déterminants pour les trois pays. Nous remarquons que cette valeur est positivement corrélée avec la rentabilité, mais négativement corrélée avec l'endettement de l'entreprise au Maroc et Tunisie. De la même façon, la taille de l'entreprise est négativement corrélée avec la richesse des actionnaires au Maroc. Par contre, cette relation apparaît positive en Tunisie et l'Algérie. Nous pouvons remarquer également qu'il y a une relation négative entre la valeur actionnariale et la politique de dividendes pour les entreprises algériennes.

### **3- Recueil de données et échantillon de l'étude:**

Notre recherche sera élargie au niveau de la bourse de Casablanca, la bourse de Tunis et la bourse d'Alger. Pour la collecte des données, nous avons été amenés à utiliser deux sources de données, à savoir les rapports annuels des bourses de Casablanca, de Tunis et d'Alger et les rapports d'activité de chaque entreprise cotées où nous trouvons des états du chiffre d'affaires, des états des dividendes, des états des dettes financières et des emprunts obligataires, des états des capitalisations boursières et des états des cours boursiers de chaque entreprise. Ces différents documents sont téléchargeables à partir des sites des bourses de Casablanca, de Tunis et d'Alger.

Par ailleurs, nous notons que l'échantillon initial de notre étude a subi certaines restrictions. Afin d'uniformiser notre base de données, nous avons éliminé toute entreprise non cotée en bourse et toute entreprise qui ne crée pas de valeur.

Après retraitement, notre échantillon final est constitué de 108 entreprises cotées (62 entreprises marocaines et 46 entreprises tunisiennes) observées sur une période d'analyse de 8 ans (2005 – 2012), soit 864 observations et 4 entreprises algériennes cotées (24 observations) durant la période 2009 – 2014. Ces entreprises sont de différentes natures selon leurs activités principales.

### **II- Présentation des modèles :**

Pour cette étude, nous allons appliquer en premier lieu un test de spécification de Fisher qui nous renseigne sur l'existence de l'hétérogénéité interindividuelle des comportements. Si la statistique calculée du test est supérieure à la valeur lue sur la table de Fisher, le modèle doit être estimé équation par équation, nous utiliserons donc la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO). Cette étape n'est pas applicable pour les entreprises algériennes à cause de leur nombre limité. Pour trouver le déterminant, de notre valeur actionnariale, le plus significatif nous utiliserons, selon la méthodologie de Poulain-Rehm (2005), une autre régression appelée « La régression Stepwise ».

Pour tester la validité de nos hypothèses, nous estimons un modèle économétrique qui comprend quatre variables explicatives :

$$\mathbf{TSR}_{it} = \mathbf{a}_{0i} + \mathbf{a}_{1i} \mathbf{ROE}_{it} + \mathbf{a}_{2i} \mathbf{Debts}_{it} + \mathbf{a}_{3i} \mathbf{Yield}_{it} + \mathbf{a}_{4i} \mathbf{CB}_{it} + \boldsymbol{\varepsilon}_{it}$$

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

Avec :

$TSR_{it}$  : la valeur actionnariale (Total Shareholder Return) de l'entreprise  $i$  à l'année  $t$  ;

$ROE_{it}$  : la rentabilité financière de l'entreprise  $i$  à l'année  $t$  ;

$Debts_{it}$  : les dettes financières de l'entreprise  $i$  à l'année  $t$  ;

$Yield_{it}$  : la politique de dividende de l'entreprise  $i$  à l'année  $t$  ;

$CB_{it}$  : la capitalisation boursière de l'entreprise  $i$  à l'année  $t$  ;

$\varepsilon_{it}$  : erreur de spécification pour la variable ( $i$ ) à l'année ( $t$ ).

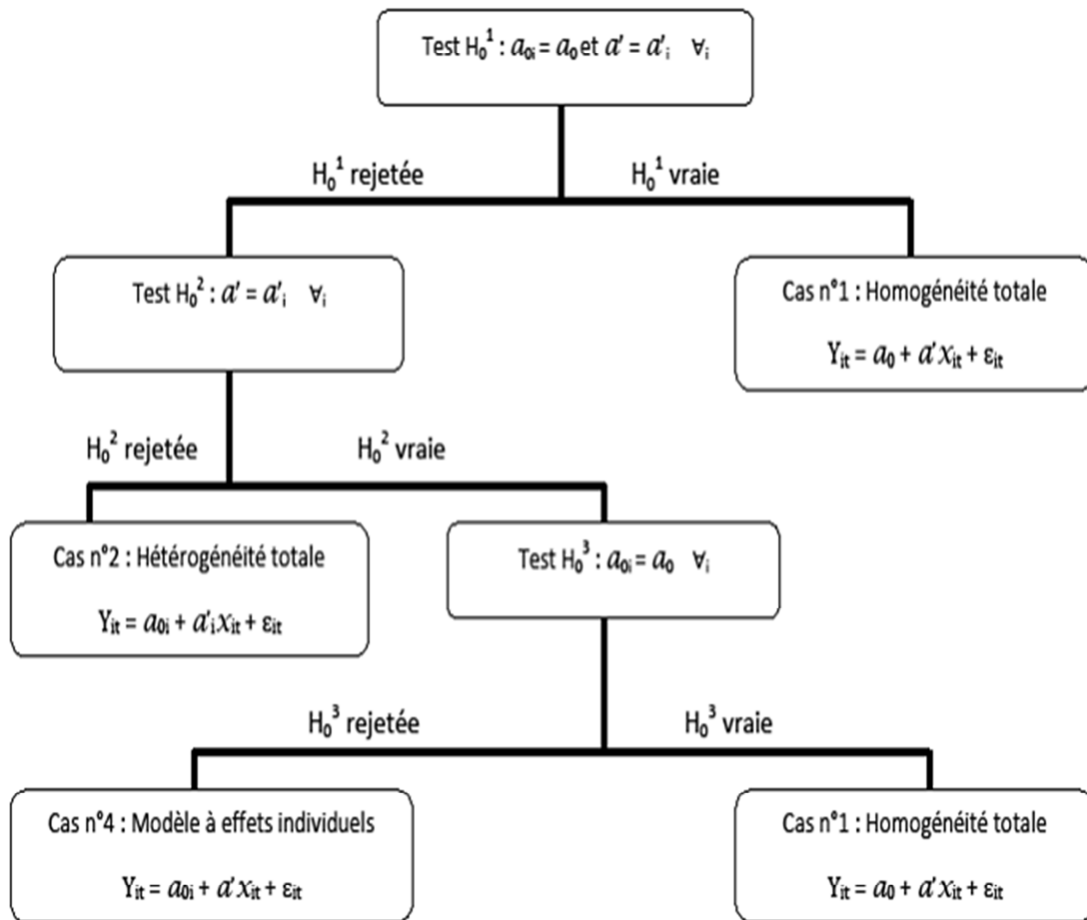
Le nombre total d'observations est égal à  $N \times T = 496$  pour le cas marocain,  $N \times T = 368$  pour le cas tunisien et  $N \times T = 24$  pour le cas algérien. Nous étudions chaque pays seul pour ramener une comparaison après entre les trois pays.

### ***1- Les tests d'homogénéité :***

Dans notre étude, les données sont prises par un échantillon d'individus à intervalle de temps régulier. Nous sommes donc intéressés aux données de panel qui mélangent la dimension de données temporelles à la dimension de données en coupe instantanée. Nous allons d'abord appliquer la stratégie des tests d'homogénéité afin de déterminer la structure de panel en utilisant Eviews 8.

#### *a- Procédure séquentielle de tests :*

Figure 4 – 2 : Procédure séquentielle de tests



Source : Bourbonnais. R, 2009, « Econométrie : Manuel et exercices corrigés », Dunod, 7<sup>e</sup> édition, Paris, p331

*b- Construction des tests :*

**b-1 : Test  $H^1_0$  :**  $a_{0i} = a_0$  et  $a'_i = a'_i$ .  $\forall i$

Ce test d'hypothèses jointes se ramène à un test de Fisher dont la statistique est donnée par :

$$F_1 = \frac{(SCR_{c1} - SCR) / (N-1)(K+1)}{SCR / [N \cdot T - N(K+1)]}$$

$SCR_{c1}$  = somme des carrés des résidus du modèle contraint sous l'hypothèse  $H^1_0$ , soit à estimer par les MCO le modèle en empilant toutes les observations. Le degré de liberté est égal à :  $(N \times T = \text{nombre total d'observations}) - (K+1 = \text{nombre de coefficients à estimer})$ .

$SCR$  : somme des carrés des résidus du modèle non contraint, elle est égale à la somme des  $N$  sommes des carrés des résidus des modèles estimés sur les  $T$  observations de chaque

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

équation individuelle, soit  $SCR = \sum_{i=1}^N SCR_i$ . Le degré de liberté est donc la somme des  $N$  degrés de liberté de chaque équation estimée, soit

$$ddl = \sum_{i=1}^N [T - (K + 1)] = N * T - N(K + 1).$$

Le degré de liberté du numérateur est donc égal à la différence des degrés de liberté de  $SCR_{c1}$  et  $SCR$  :

$$ddl_n = [(N * T) - (K + 1)] - [(N * T) - N(K + 1)]$$

$$ddl_n = (N - 1)(K + 1)$$

- ❖ La statistique  $F_1$  est à comparer à la valeur lue dans la table de Fisher aux degrés de liberté du numérateur et du dénominateur.
- ❖ Si  $F_1 > F_{ddl_n, ddl_d}^\alpha$  nous rejetons l'hypothèse  $H_0^1$  au seuil  $\alpha$ .

### b-2 : Test $H_0^2$ : $a_i = a_i$ . $\forall i$

Ce test d'hypothèses jointes se ramène à un test de Fisher dont la statistique est donnée par :

$$F_2 = \frac{(SCR_{c2} - SCR) / [(N-1) * K]}{SCR / [N * T - N(K+1)]}$$

$SCR_{c2}$  = somme des carrés des résidus du modèle contraint sous l'hypothèse  $H_0^2$ , soit à estimer le modèle à effets fixes individuels. Le degré de liberté est égal à :

$(N \times T = \text{nombre total d'observations}) - (K + N = \text{nombre de coefficients à estimer})$ , nous estimons  $K$  coefficients et  $N$  termes constants.

$SCR$  : somme des carrés des résidus du modèle non contraint. Le degré de liberté du numérateur est donc égal à :

$$ddl_n = [(N * T) - (K + N)] - [(N * T) - N(K + 1)]$$

$$ddl_n = (N - 1) * K$$

- ❖ La statistique  $F_2$  est à comparer à la valeur lue dans la table de Fisher aux degrés de liberté du numérateur et du dénominateur.
- ❖ Si  $F_2 > F_{ddl_n, ddl_d}^\alpha$  nous rejetons l'hypothèse  $H_0^2$  au seuil  $\alpha$ .

### b-3 : Test $H_0^3$ : $a_{0i} = a_0$ . $\forall i$

Ce test d'hypothèses jointes se ramène à un test de Fisher dont la statistique est donnée par :

$$F_3 = \frac{(SCR_{c1} - SCR_{c2}) / (N-1)}{SCR_{c2} / [N * (T-1) - K]}$$

$SCR_{c2}$  = somme des carrés des résidus du modèle contraint sous l'hypothèse  $H^2_0$ .

$SCR_{c1}$  = somme des carrés des résidus du modèle contraint sous l'hypothèse  $H^1_0$ .

Le degré de liberté du numérateur est donc égal à :

$$ddl_n = [(N * T) - (K + 1)] - [(N * T) - (K + N)]$$

$$ddl_n = (N - 1)$$

- ❖ La statistique  $F_3$  est à comparer à la valeur lue dans la table de Fisher aux degrés de liberté du numérateur et du dénominateur.
- ❖ Si  $F_3 > F^{\alpha}_{ddl_n, ddld}$  nous rejetons l'hypothèse  $H^3_0$  au seuil  $\alpha$ .

### 2- La méthode des moindres carrés ordinaires :

La méthode des moindres carrés ordinaires reste l'une des méthodes les plus fréquemment utilisées. La MCO sert à modéliser une variable dépendante en fonction de ses relations à un ensemble de variables explicatives.

Le principe de cette méthode consiste à choisir les valeurs estimées  $a_j$  qui minimisent la somme des carrés des résidus. Cela veut dire minimiser la somme des carrés des différences entre les valeurs observées de  $Y_i$  et les valeurs prédites  $\hat{Y}$  :

$$\sum_{i=1}^n (Y_i - \hat{Y}) = \sum_{i=1}^n (Y_i - \sum_{j=1}^n a_j X_{ij})^2 = \sum_{i=1}^n e_i^2$$

L'expression  $\sum_{i=1}^n (Y_i - \hat{Y})$  est donc le carré de la distance euclidienne entre les valeurs observées de la variable dépendante et les valeurs prédites. La solution de ce problème de minimisation est donnée par l'estimateur des moindres carrés ordinaires.

L'analyse de la qualité globale du modèle s'effectue à travers le coefficient de détermination ( $R^2$ ). Ce coefficient explique la part de l'évolution de la variable dépendante qui est expliquée par les variables exogènes. Le test d'adéquation d'ensemble est fait à travers le test de Fisher. Les hypothèses posées sont les suivantes :

$$H_0 : a'_1 = a'_2 = \dots = a'_k = 0, \text{ tous les coefficients sont nuls ;}$$

$$H_1 : a'_1 \neq 0, \text{ il existe au moins un coefficient non nul.}$$

Avec  $k$  le nombre de paramètre estimé.

Si la statistique de Fisher calculée est supérieure à la théorique  $F_{(k-1, n-k)}$  ou la prob(F-stat) < 5%, nous rejetons l'hypothèse nulle ; la qualité de la régression est bonne au seuil de 5%. Dans le cas contraire, nous acceptons l'hypothèse nulle au même seuil ; la qualité de régression n'est pas bonne.

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

La validation statistique de la qualité individuelle des variables est appréciée par le test de Student. Le test de Student pose comme hypothèses :

$H_0 : a'_1 = 0$ , le coefficient n'est pas significativement différent de zéro ;

$H_1 : a'_1 \neq 0$ , le coefficient est significativement différent de zéro.

Si la statistique calculée de Student est supérieure à la statistique tabulée (théorique)  $t_{0,05, n-k}$  ou la probabilité calculée est inférieure à 5%, nous rejetons l'hypothèse nulle ; les variables sont donc statistiquement significatives au seuil de 5%. Dans le cas contraire, nous acceptons l'hypothèse nulle ; les variables ne sont pas significatives au seuil de 5%.

L'estimateur des moindres carrés est, parmi les estimateurs sans biais, celui qui possède une variance minimale, mais cette variance, même si elle est minimale, elle peut être élevée, ce qui rend les estimations des coefficients très peu précises et le modèle est alors peu opérationnel. La sélection des variables explicatives ne peut guère s'opérer uniquement par la MCO. Pour éviter le problème des calculs laborieux, surtout dès que le nombre des variables dépasse deux ou trois, nous nous contentons d'une méthode moins rigoureuse telle la méthode « Stepwise », appelée aussi la méthode « pas-à-pas », où les variables explicatives sont introduites progressivement dans la régression. Le choix de cette méthode est justifié par le fait qu'elle nous paraît pertinente même si le nombre d'observations est inférieur au nombre des variables du modèle (problème probable en Algérie), d'une part, et qu'elle peut limiter les difficultés dues à la colinéarité des variables explicatives, d'autre part.

### **3- La méthode de sélection des variables "Stepwise" (pas - à - pas):**

La question qui suit généralement l'approche par la régression multiple est de choisir parmi les variables X le plus petit nombre d'entre elles qui expliquent au mieux la variabilité de Y. La solution de ce problème se fait par l'estimation de la méthode de type pas à pas « Stepwise » (Hocking, 1976). Cette méthode consiste d'abord à considérer un modèle faisant intervenir un certain nombre de variables explicatives. Puis nous procédons par élimination ou ajout successif de variables.

Nous parlons de la méthode descendante (Backward) lorsque nous éliminons des variables. Cette méthode examine non pas toutes les régressions possibles mais uniquement une régression pour chaque nombre r de variables explicatives.

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

Nous parlons de la méthode ascendante (Forward) lorsque nous ajoutons des variables. Cette méthode examine un modèle avec une seule variable explicative puis l'introduction une à une d'autres variables explicatives.

La méthode Stepwise est une combinaison de ces deux méthodes.

Une méthode courante est une méthode itérative qui inclut d'abord dans le modèle la variable qui propose le meilleur coefficient de détermination ( $R^2$ ). Ensuite, celle qui améliore le plus le coefficient de détermination et ainsi de suite.

Alternativement, toutes les variables sont entrées dans le modèle et les variables sont progressivement exclues en fonction de celles qui contribuent le moins au modèle.

La régression Stepwise est une modification de la méthode ascendante de sorte que, après chaque étape dans laquelle nous ajoutons une variable, toutes les variables entrées dans le modèle sont vérifiées pour voir si leur importance a été réduite au-dessous du niveau de tolérance spécifiée. Si une variable non significative est trouvée, elle sera retirée du modèle. La procédure s'arrête automatiquement lorsque toutes les prochaines variables ne peuvent pas être retenues dans le modèle.

La méthode stepwise comporte les calculs suivants :

- Les moyennes et les écarts-types des valeurs observées de la variable dépendante et de toutes les variables explicatives,
- Les coefficients de corrélation totale de toutes les variables prises deux à deux.

Après ces calculs, la méthode stepwise procède les étapes suivantes :

1-Parmi les variables explicatives nous considérons celle qui a le coefficient de corrélation, avec les variables dépendante, le plus élevé. Nous lui appliquons le test de Fisher. Si le résultat du test est négatif, la sélection est terminée. S'il est positif, la variable considérée est introduite dans une régression linéaire provisoire sous la forme :

$$Y = b_0 + b_1 X_1$$

Où Y désigne la variable dépendante et  $X_1$  la première variable explicative sélectionnée.

Nous calculons l'écart-type résiduel, le terme constant  $b_0$  ainsi que le coefficient  $b_1$  avec son écart-type, sa variable t de Student et le coefficient  $\beta_1$  correspondant.

2-Parmi les variables non introduites dans la sélection, nous considérons celle qui permet d'expliquer la plus grande part de la variance résiduelle. Elle est retenue ou rejetée comme deuxième variable explicative suivant qu'elle satisfait ou non au test



de F partiel. Si elle est rejetée, la sélection s'arrête et la régression provisoire de la première étape est adoptée définitivement. Si elle est retenue, la nouvelle équation est comme suit :

$$Y = b'_0 + b'_1 X_1 + b'_2 X_2$$

Nous calculons alors les nouvelles valeurs de l'écart-type résiduel, du coefficient de corrélation multiple, de la variable F pour le test global d'ajustement, du terme constant  $b'_0$  et enfin les coefficients de régression avec leurs écarts-types, t de Student et les coefficients  $\beta$  correspondants.

3-La première variable introduite dans la régression est à nouveau testée pour voir si elle reste significative quand la deuxième est ajoutée dans la régression. Si le test de Fisher n'est pas passé avec succès, la nouvelle équation sera comme suit :

$$Y = b'_0 + b'_3 X_2$$

Toutes les caractéristiques de la régression sont à nouveau calculées comme aux étapes précédentes et nous passons à l'étape suivante.

Si le F partiel donne un résultat favorable, la sélection d'une troisième variable explicative s'effectue de la même façon que la seconde variable à la deuxième étape et ainsi de suite. Chaque fois qu'une nouvelle variable a subi le test de Fisher partiel et a été introduite dans la régression, toutes les autres variables explicatives introduites précédemment sont à nouveau testées comme si elles avaient été ajoutées en dernière position. Suivant le résultat de ce test, elles sont conservées ou éliminées du modèle.

Chaque variable indépendante est entrée dans le modèle une à la fois, selon le niveau de signification statistique. A ce sujet, un seuil de critère de 10% est ici toléré afin que des variables moins importantes ne soient pas totalement exclues suite à l'importante association de prédicteur avec la variable dépendante.

Nous allons donc aborder, pour notre étude, la régression « pas à pas ». Il s'agit d'une technique qui permet de trouver le meilleur groupe (sous-ensemble) de variables prédictives permettant de prévoir de la manière la plus adéquate les réponses d'une variable dépendante par régression linéaire (ou non linéaire), étant donnés des critères spécifiques pour l'adéquation de l'ajustement du modèle.

### Section 2 : Résultats et discussions:

La présentation des principales caractéristiques de l'échantillon sera suivie de celles des analyses relatives à l'impact des décisions de l'entreprise (politique financière, politique de dividendes), de sa taille et de sa rentabilité, sur la valeur actionnariale. Cette section traite les différents résultats menés dans cette lignée.

#### I- Le cas marocain:

Le Maroc est une économie émergente qui essaye toujours d'accroître rapidement dans le monde. Le marché boursier marocain se caractérisait par une taille marginale et un faible degré de diversification des instruments financiers. De ce fait, il ne pouvait assurer un financement adéquat des activités économiques. Ceci a poussé les autorités publiques d'engager, à partir de 1993, une série de réformes institutionnelles pour avoir un marché boursier moderne dont l'objectif était de créer une nouvelle dynamique financière à travers l'accroissement du nombre d'entreprises faisant appel public à l'épargne et l'augmentation du volume de transactions.

Malgré toutes les réformes qu'a connu la bourse de Casablanca depuis 1993, le nombre des entreprises cotées reste limité comparativement au nombre de sociétés cotées dans les autres pays de la région MENA. A titre d'exemple, la bourse de Jordanie compte, à la fin Octobre, 272 sociétés cotées, alors qu'en Egypte ce nombre atteint 308 sociétés cotées. En effet, la réduction de 25% de l'impôt sur les sociétés si l'introduction se fait par cession du capital au public, peut inciter les entreprises à s'introduire en bourse.

La période 2003-2010 a été marquée par une évolution remarquable de la capitalisation boursière qui est passée de 115,5 à 579 milliard de dirhams, soit une appréciation de 400%. Cependant, les années 2008 et 2009 ont connu deux dépréciations consécutives de la capitalisation boursière, sous l'effet de la crise financière mondiale.

#### 1- Résultats des tests d'homogénéité :

a) **Test  $H_0^1$  :**  $a_{0i} = a_0$  et  $a_i = a_i$ .  $\forall i$

$$SCR_{c1} = 1909.987$$

$$SCR = \sum_{i=1}^{62} SCR_i$$

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

Code Entreprise	SCR <sub>i</sub>
1	0.481493
2	0.506531
3	0.174242
4	0.347524
5	5.763352
6	0.150209
7	1.843039
8	0.049119
9	1.207620
10	0.061700
11	0.612519
12	0.052104
13	0.126060
14	0.160439
15	5.876084
16	0.997570
17	0.994278
18	0.437565
19	1.130624
20	0.133367
21	1.219231
22	0.769604
23	2.995123
24	0.638008
25	2.915199
26	1.614035
27	0.580733
28	0.620429
29	0.165151
30	0.034024

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

31	0.081071
32	0.782614
33	0.025371
34	2.200656
35	10.36372
36	0.720637
37	1.399258
38	0.153716
39	0.272566
40	0.038355
41	2.856219
42	8.970856
43	1.175615
44	1.221599
45	0.164032
46	2.570322
47	3.258766
48	2.645440
49	0.126680
50	0.019833
51	20.37260
52	0
53	4.369398
54	0.421956
55	7.428949
56	1.249613
57	0.171658
58	0.261739
59	0.306593
60	0.133672
61	0.140471

62	2.081808
$\sum_{i=1}^{62} SCR_i$	108.642759

$$F_1 = \frac{(SCR_{c1} - SCR) / (N-1)(K+1)}{SCR / [N*T - N(K+1)]}$$

$$F_1 = \frac{(1909.987 - 108.642759) / (62-1)(4+1)}{108.642759 / [62*8 - 62(4+1)]}$$

$$F_1 = 10.11135$$

$$F_{TAB} = F_{305, 186}^{5\%} = 1.22$$

$$F_{cal} > F_{TAB}$$

❖ nous rejetons l'hypothèse  $H^1_0$  au seuil 5%.

**b) Test  $H^2_0$  :**  $a' = a'_i \quad \forall i$

$$SCR_{c2} = 999.2429$$

$$F_2 = \frac{(SCR_{c2} - SCR) / [(N-1)*K]}{SCR / [N*T - N(K+1)]}$$

$$F_2 = \frac{(999.2429 - 108.642759) / [(62-1)*4]}{108.642759 / [62*8 - 62(4+1)]}$$

$$F_2 = 6.25$$

$$F_{TAB} = F_{244, 186}^{5\%} = 1.22$$

$$F_{cal} > F_{TAB}$$

❖ nous rejetons l'hypothèse  $H^2_0$  au seuil 5%.

Les constantes  $a_{0i}$  et les coefficients  $a'_i$  sont tous différents pour toutes les entreprises (i), la structure en panel est rejetée. Le modèle doit être estimé équation par équation pour les  $N$  équations (une équation par individu) par les MCO (ou les MCG selon la structure de la matrice des variances et covariances des erreurs). C'est le cas n°2 : hétérogénéité totale.

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

Les sociétés de notre échantillon sont classées en deux catégories : banques et entreprises de différente taille; c'est la cause de l'hétérogénéité, ceci nous a conduits à introduire des variables appropriées telle la taille des entreprises.

### 2- Les résultats de la méthode des moindres carrés ordinaires :

Les résultats économétriques obtenus de cette régression sont présentés dans le tableau suivant :

**Tableau n°4 - 8 : Résultat de la MCO (Maroc)**

Entreprises	R <sup>2</sup>	Prob(F-statistic)	Prob(t-statistic)			
			ROE	DEBTS	YIELD	CB
Eq01	0.980701	0.000125	0.7645	0.5897	0.0371	0.8895
Eq02	0.992677	0.000060	0.0711	0.3469	0.0028	0.3006
Eq03	0.939537	0.000820	0.0198	0.3999	0.0001	0.4006
Eq04	0.993022	0.000051	0.0319	0.1331	0.7391	0.1638
Eq05	0.869704	0.008389	0.1369	0.2413	0.0177	0.1252
Eq06	0.994142	0.000117	0.5239	0.3997	0.0042	0.5201
Eq07	0.995404	0.000077	0.7386	0.2362	0.0061	0.3381
Eq08	0.990309	0.000071	0.0696	0.0739	0.0005	0.1166
Eq09	0.975228	0.000603	0.1133	0.3174	0.3164	0.7337
Eq10	0.967616	0.000286	0.0059	0.1290	0.0177	0.1002
Eq11	0.992671	0.000002	0.2997	0.1927	0.0190	0.4408
Eq12	0.986457	0.000008	0.7169	0.0568	0.0088	0.0298
Eq13	0.979858	0.000060	0.0480	0.9880	0.1124	0.3626
Eq14	0.983177	0.005400	0.0016	0.7055	0.0019	0.0554
Eq15	0.986791	0.000065	0.0159	0.5085	0.0141	0.2731
Eq16	0.922111	0.000804	0.0526	0.9468	0.0172	0.2338
Eq17	0.984717	0.000080	0.0223	0.7732	0.0458	0.4682
Eq18	0.962205	0.000053	0.0193	0.7884	0.0009	0.5934
Eq19	0.988203	0.000081	0.9122	0.7182	0.0056	0.2877
Eq20	0.943170	0.000714	0.0081	0.1040	0.0120	0.5816
Eq21	0.994493	0.000018	0.80130	0.5279	0.0070	0.6667
Eq22	0.984481	0.000088	0.9130	0.8840	0.0976	0.5277

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

Eq23	0.943451	0.000078	0.7423	0.1824	0.0058	0.2328
Eq24	0.943588	0.000363	0.7330	0.8757	0.0384	0.3949
Eq25	0.967122	0.000610	0.9221	0.0654	0.0030	0.2683
Eq26	0.966828	0.000803	0.5942	0.3739	0.0038	0.2300
Eq27	0.988115	0.000216	0.0407	0.5043	0.3980	0.1561
Eq28	0.992342	0.000668	0.8552	0.7906	0.0085	0.3374
Eq29	0.984367	0.000841	0.0585	0.4173	0.0014	0.9316
Eq30	0.977593	0.000272	0.0137	0.5657	0.0326	0.2484
Eq31	0.997706	0.000274	0.0023	0.0696	0.0001	0.0034
Eq32	0.984699	0.004688	0.0248	0.7089	0.0689	0.8170
Eq33	0.999989	0.000000	0.0311	0.5044	0.0000	0.0159
Eq34	0.998693	0.000118	0.1499	0.6772	0.0611	0.3282
Eq35	0.993941	0.001175	0.0420	0.9597	0.0082	0.7997
Eq36	0.999072	0.000071	0.5443	0.8101	0.0351	0.1933
Eq37	1.000000	0.000000	0.1856	0.8454	0.0088	0.1274
Eq38	0.998952	0.000085	0.1057	0.2375	0.0006	0.2986
Eq39	0.965061	0.000985	0.0031	0.2170	0.2202	0.8257
Eq40	0.919940	0.053912	0.0019	0.0536	0.0003	0.8312
Eq41	0.729826	0.003981	0.8566	0.2082	0.0093	0.9208
Eq42	0.702780	0.005300	0.0585	0.6067	0.1931	0.8354
Eq43	0.727916	0.005681	0.6700	0.7640	0.0318	0.8419
Eq44	0.999850	0.000005	0.0021	0.9505	0.2353	0.3774
Eq45	0.999452	0.000032	0.0232	0.3585	0.0026	0.0068
Eq46	0.987458	0.003485	0.9369	0.3068	0.0298	0.7823
Eq47	0.980701	0.006625	0.5693	0.0909	0.1869	0.3198
Eq48	0.992677	0.001560	0.1590	0.9421	0.8038	0.5051
Eq49	0.939537	0.035820	0.0145	0.6012	0.0562	0.2686
Eq50	0.993022	0.001451	0.0264	0.1788	0.0001	0.0321
Eq51	0.869704	0.000389	0.3900	0.4187	0.1693	0.8027
Eq52	0.994142	0.000117	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Eq53	0.995404	0.000777	0.0174	0.4743	0.6123	0.4649

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

Eq54	0.990309	0.000371	0.0323	0.0684	0.0002	0.0267
Eq55	0.975228	0.000603	0.0196	0.5340	0.1854	0.8866
Eq56	0.967616	0.000286	0.5083	0.4562	0.0368	0.6119
Eq57	0.992671	0.001562	0.7449	0.1418	0.0018	0.5788
Eq58	0.986457	0.000908	0.0471	0.7628	0.8429	0.4673
Eq59	0.979858	0.007060	0.4135	0.8479	0.0607	0.8590
Eq60	0.983177	0.005400	0.3028	0.7845	0.0079	0.0885
Eq61	0.956783	0.000321	0.0765	0.0703	0.0048	0.0507
Eq62	0.972176	0.000752	0.0051	0.0192	0.0145	0.0819

Source : élaboré par l'auteur

Le modèle de régression analyse les déterminants les plus significatifs de la valeur actionnariale. La lecture de ce modèle est basée sur les résultats du coefficient de détermination  $R^2$ , associé à un seuil de probabilité qui varie entre 1 et 5% (pour chaque déterminant). Il s'interprète comme la part de variance Y expliquée par la régression, varie entre 0 et 1 et s'exprime en pourcentage. Un  $R^2$  proche de 1 suffit pour dire que l'ajustement est bon.

Le  $R^2$  pour la plupart des entreprises varie entre 0,8 et 0,9, ce qui indique que 80 à 90% des variations de la variable dépendante peut être expliquée par les variables indépendantes.

Pour les entreprises marocaines, la variable de la politique de dividendes (Yield) est significative pour, environ, 70% des entreprises de l'échantillon. La profitabilité affecte plus de 41% des entreprises. Concernant la taille, elle ne touche que 11% des entreprises. Seulement 1% des entreprises qui sont affectées par l'effet de la dette.

Les entreprises qui sont indifférentes des politiques choisies par les entreprises représentent environ 13% de l'échantillon.

Concernant les entreprises affectées, la régression « Stepwise » permet d'identifier le déterminant le plus significatif, puisque nous considérons que nous avons plusieurs déterminants pour plusieurs entreprises.

### **3- Les résultats de la régression "stepwise" :**

#### **a) La régression pas-à-pas:**

Le modèle de régression analyse les déterminants les plus significatifs de la valeur actionnariale. Notre modèle est comme suit:



$$TSR_{it} = a_{0i} + a_{1i} ROE_{it} + a_{2i} Debts_{it} + a_{3i} Yield_{it} + a_{4i} CB_{it} + \varepsilon_{it}$$

Les résultats sont présentés ci-dessous :

**Tableau n°4-9 : Résultat de la régression stepwise (Maroc)**

	Coefficient	Prob
Yield	0.534646	0.0000**
ROE	0.094230	0.0987*

\*\*significatif à 5%, \*significatif à 10% Source : élaboré par l'auteur

L'analyse révèle que la distribution de dividendes et la rentabilité des entreprises ont un effet positif et significatif sur la valeur actionnariale. Par contre, la taille des entreprises ne joue aucun rôle dans notre modèle. Les résultats montrent aussi que la décision des entreprises à s'endetter ne semble pas être prise en considération puisque la variable « Debts » a été rejetée du modèle

D'après nos résultats, la distribution de dividendes est un bon déterminant de la valeur actionnariale. Fondamentalement, une entreprise très rentable qui distribue une grande partie de ses bénéfices sous forme de dividendes transmet des signaux de la qualité de gestion et par conséquent, aboutir à une création de valeur. Ce qui est cohérent avec les résultats des études antérieurs et même avec les conclusions théoriques.

L'effet de la dette est non significatif. Il convient de souligner que la théorie de structure du capital insignifiante de Modigliani et Miller serait acceptée pour les entreprises marocaines.

L'absence d'impact statistiquement significatif, sur la valeur actionnariale, de la capitalisation boursière conduit à rejeter l'hypothèse de la taille

*b) Diagnostic du modèle:*

**b-1 : Test de Breusch - Godfrey d'autocorrélation:**

L'autocorrélation des erreurs se rencontre essentiellement dans les modèles en série temporelle où l'influence d'une erreur, d'une période, sur l'autre est plausible. La détection d'une éventuelle dépendance des erreurs ne peut s'effectuer qu'à partir de l'analyse des résidus, en effet eux seuls sont connus.

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

Dans le modèle précédent, la statistique de Durbin – Watson<sup>1</sup> est de 2.015363, cela veut dire qu'il n'y a pas une autocorrélation des résidus d'ordre 1. Nous allons donc appliquer le test de Breusch – Godfrey qui permet de tester une autocorrélation d'un ordre supérieur à 1. Ce test, fondé sur un test de Fisher de nullité de coefficients ou de multiplicateur de Lagrange (LM test), reste valide en présence de la variable dépendante décalée en tant que variable explicative. L'idée générale de ce test réside dans la recherche d'une relation significative entre le résidu et ce même résidu décalé.

Une autocorrélation des erreurs d'ordre  $p$  s'écrit :

$$\varepsilon_t = p_1 \varepsilon_{t-1} + p_2 \varepsilon_{t-2} + \dots + p_p \varepsilon_{t-p} + u_t$$

Notre modèle général à erreurs autocorrélées d'ordre 2 est comme suit :

$$TSR_{it} = a_{0i} + a_{1i} ROE_{it} + a_{2i} Debts_{it} + a_{3i} Yield_{it} + a_{4i} CB_{it} + p_1 \varepsilon_{t-1} + p_2 \varepsilon_{t-2} + u_t$$

Ce test est mené en trois étapes:

- Estimation par les MCO du modèle et calcul du résidu  $e_t$ , puisque les erreurs sont inconnues, le test porte les résidus.
- Estimation par les MCO de l'équation intermédiaire précédente.
- Test d'hypothèse sur l'équation intermédiaire.

L'hypothèse  $H_0$  d'absence d'autocorrélation des erreurs à tester est :

$$H_0 = p_1 = p_2 = 0$$

Si on refuse l'hypothèse nulle, alors il existe un risque d'autocorrélation des erreurs d'ordre 2.

Les résultats de l'annexe A-7 montrent que les erreurs sont statistiquement non significatives, ce qui signifie qu'elles ne sont pas autocorrélées d'ordre 2. Nous acceptons donc l'hypothèse d'indépendance des erreurs.

### **b-2 : Test de Glejser de l'hétéroscédasticité:**

L'hétéroscédasticité veut dire que les variances des erreurs ne sont plus constantes. Ce problème se rencontre plus fréquemment pour les modèles spécifiés en coupe instantanée ou bien les observations sont représentatives de moyennes. La variance de l'erreur est alors liée aux valeurs de la variable explicative.

Le test de Glejser permet non seulement de déceler une éventuelle hétéroscédasticité, mais aussi d'identifier la forme que revêt cette hétéroscédasticité. Ce test est fondé sur la

---

<sup>1</sup> Le test de Durbin et Watson est un test présomptif d'indépendance des erreurs du fait qu'il utilise les résidus ; de plus, il ne teste qu'une autocorrélation d'ordre 1.

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

relation entre le résidu de l'estimateur par les MCO effectuée sur le modèle de base et la variable explicative supposée être la cause de l'hétéroscédasticité.

L'annexe A-10 montre que notre modèle ne souffre pas de problème d'hétéroscédasticité puisque les coefficients de toutes les variables explicatives ne sont pas significatifs.

### II- le cas tunisien:

La bourse de Tunis, dont le principal indice boursier est le Tunindex, a été créée en février 1969. Bien que cette création soit relativement ancienne, le rôle de la bourse dans le financement de l'économie du pays est resté limité en raison des niveaux élevés de création monétaire et d'inflation à cause de la facilité d'accès aux crédits bancaires et aux aides de l'Etat, de la rémunération très avantageuse des dépôts auprès des banques qui sont protégés d'impôts et de la fiscalité assez lourde des placements en bourse. De ce fait, la capitalisation boursière représentait à peine 1% du PIB à la fin 1986.

Suite à la réforme du marché financier de 1988, l'impôt sur les bénéfices des sociétés baisse de 80% à 35%, les dépôts auprès des banques sont fiscalisés et les taux d'intérêts sur les dépôts baissent à la suite du taux d'inflation.

Suite à la réforme de 1994, la situation s'est évoluée puisque 50 sociétés ont été cotées en mars 2009, pour une capitalisation boursière atteignant 8,7 milliards de dinars (contre 3,1 milliards en 2004), soit 16% du PIB national.

### 1- Résultats des tests d'homogénéité :

a) Test  $H_0^1 : a_{0i} = a_0$  et  $a'_i = a'_i \forall i$

$SCR_{c1} = 515.7910$

$SCR = \sum_{i=1}^{46} SCR_i$

Code Entreprise	SCR <sub>i</sub>
1	0.199918
2	0.087323
3	0.684870
4	0.005208
5	0.707073
6	0.139014

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

7	0.187599
8	0.780681
9	0.388301
10	1.612911
11	0.053207
12	0.451900
13	0.427669
14	0.264155
15	0.360567
16	6.579298
17	0.338581
18	0.253988
19	0.161114
20	0.428583
21	0.156457
22	0.113582
23	2.829370
24	1.259328
25	0.518769
26	0.782648
27	0.133769
28	0.313723
29	0.218772
30	0.435981
31	0.042354
32	0.519801
33	0.000219
34	0.088666
35	0.329320
36	0.022560
37	0

38	0.034813
39	0.619490
40	1.635181
41	0
42	0
43	0
44	0.000374
45	0.051900
46	0.251599
$\sum_{i=1}^{46} SCR_i$	24.470636

$$F_1 = \frac{(SCR_{c1} - SCR) / (N-1)(K+1)}{SCR / [N*T - N(K+1)]}$$

$$F_1 = \frac{(515.7910 - 24.470636) / (46-1)(4+1)}{24.470636 / [46*8 - 46(4+1)]}$$

$$F_1 = 12.31448$$

$$F_{TAB} = F_{225, 138}^{5\%} = 1.25$$

$$F_{cal} > F_{TAB}$$

❖ nous rejetons l'hypothèse  $H_0^1$  au seuil 5%.

**b) Test  $H_0^2 : a' = a'i. \forall i$**

$$SCR_{c2} = 322.0783$$

$$F_2 = \frac{(SCR_{c2} - SCR) / [(N-1)*K]}{SCR / [N*T - N(K+1)]}$$

$$F_2 = \frac{(322.0783 - 24.470636) / [(46-1)*4]}{24.470636 / [46*8 - 46(4+1)]}$$

$$F_2 = 9.3241$$

$$F_{TAB} = F_{180, 138}^{5\%} = 1.29$$

$$F_{cal} > F_{TAB}$$

❖ nous rejetons l'hypothèse  $H_0^2$  au seuil 5%.

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

Les constantes  $a_{0i}$  et les coefficients  $a_i$  sont tous différents pour toutes les entreprises (i), la structure en panel est rejetée. Le modèle doit être estimé équation par équation pour les N équations (une équation par individu) par les MCO (ou les MCG selon la structure de la matrice des variances et covariances des erreurs). C'est le cas n°2 : hétérogénéité totale.

### 2- Les résultats de la méthode des moindres carrés ordinaires :

Les résultats économétriques sont présentés dans le tableau suivant :

**Tableau n°4-10 : Résultat de la MCO (Tunisie)**

Entreprises	R <sup>2</sup>	Prob(F-statistic)	Prob(t-statistic)			
			ROE	DEBTS	YIELD	CB
Eq01	0.952438	0.005191	0.0410	0.1291	0.0074	0.6537
Eq02	0.979190	0.007411	0.0031	0.8764	0.8227	0.4913
Eq03	0.995451	0.000765	0.6703	0.1885	0.0150	0.5777
Eq04	0.987899	0.003304	0.0089	0.0389	0.0026	0.0220
Eq05	0.899924	0.074394	0.1096	0.7567	0.4150	0.6697
Eq06	0.963085	0.000339	0.1117	0.1602	0.0281	0.1747
Eq07	0.954966	0.000246	0.7961	0.0550	0.0003	0.0331
Eq08	0.995899	0.000655	0.0912	0.7817	0.9496	0.2487
Eq09	0.703731	0.007749	0.7564	0.7419	0.1148	0.9956
Eq10	0.989314	0.000044	0.1644	0.1630	0.0083	0.4402
Eq11	0.930804	0.000616	0.0015	0.1618	0.3706	0.9650
Eq12	0.954478	0.000618	0.0763	0.2407	0.5066	0.4092
Eq13	0.976783	0.000421	0.0865	0.0803	0.0043	0.0607
Eq14	0.981344	0.000099	0.1234	0.8734	0.0682	0.4974
Eq15	0.780213	0.005352	0.4086	0.2550	0.3536	0.8441
Eq16	0.933039	0.000578	0.9626	0.8101	0.5157	0.7292
Eq17	0.817052	0.000155	0.1067	0.3579	0.3086	0.9011
Eq18	0.985098	0.000007	0.7611	0.0638	0.0172	0.0693
Eq19	0.983005	0.000082	0.0601	0.6452	0.9716	0.2747
Eq20	0.974881	0.000003	0.4619	0.2393	0.0358	0.0824

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

Eq21	0.776678	0.003676	0.1039	0.7762	0.1102	0.4009
Eq22	0.944263	0.000097	0.2110	0.3957	0.3023	0.2493
Eq23	0.995762	0.000688	0.4054	0.8894	0.7836	0.8868
Eq24	0.971734	0.000079	0.3675	0.9642	0.3312	0.9973
Eq25	0.967239	0.000033	0.1296	0.6089	0.1881	0.8941
Eq26	0.978836	0.000600	0.6487	0.7944	0.2560	0.4727
Eq27	0.975293	0.000065	0.0587	0.9314	0.0783	0.8873
Eq28	0.947237	0.000141	0.0018	0.6640	0.1066	0.3697
Eq29	0.930179	0.000191	0.9828	0.2837	0.1464	0.3397
Eq30	0.994369	0.000053	0.6536	0.7792	0.1392	0.2964
Eq31	0.995972	0.000038	0.1251	0.2876	0.0460	0.1790
Eq32	0.840641	0.000833	0.0325	0.4927	0.5673	0.9818
Eq33	0.998990	0.000080	0.0000	0.1862	0.0042	0.0023
Eq34	0.805623	0.000257	0.0022	0.0408	0.0387	0.0432
Eq35	0.897338	0.000698	0.0271	0.5103	0.9009	0.1523
Eq36	0.942177	0.000555	0.0001	0.0022	0.0045	0.0019
Eq37	1.000000	0.000000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Eq38	0.991177	0.000061	0.0100	0.0021	0.0005	0.0034
Eq39	0.989305	0.000047	0.3211	0.5011	0.0690	0.2031
Eq40	0.996480	0.000021	0.7245	0.9676	0.9231	0.7781
Eq41	1.000000	0.000000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Eq42	1.000000	0.000000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Eq43	1.000000	0.000000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Eq44	0.799854	0.008734	0.0000	0.0000	0.0071	0.0000
Eq45	0.971914	0.000069	0.0028	0.0035	0.0006	0.1625
Eq46	0.965305	0.000420	0.6073	0.9893	0.1122	0.8277

Source : élaboré par l'auteur

Les résultats de la MCO montrent qu'environ 10% des entreprises tunisiennes ne sont pas affectées par les variables dépendantes. Par contre, pour le reste des entreprises, la valeur actionnariale varie selon les variables explicatives. La rentabilité touche plus de 63% des entreprises alors que les dettes n'ont d'impact que sur, environ, 19% des

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

entreprises de l'échantillon. Plus de 82% des entreprises sont affectées par la politique de dividendes. La taille joue son rôle sur les 24% des entreprises de l'échantillon.

### 3- Les résultats de la régression "stepwise" :

#### a) La régression pas-à-pas:

S'agissant de l'impact des variables explicatives sur la valeur actionnariale, l'examen des résultats sur l'échantillon des entreprises tunisiennes est exposé dans le tableau suivant :

**Tableau n°4-11 : Résultat de la régression stepwise (Tunisie)**

	Coefficient	Prob
Yield	0.545500	0.0002**
ROE	0.116522	0.0664*
Debts	-1.19E-08	0.2315*
CB	1.54E-09	0.3902*

\*\*significatif à 5%, \*significatif à 10% Source : élaboré par l'auteur

L'impact de la politique des dividendes est positivement significatif au seuil de 5%. L'influence de la taille des entreprises et de la rentabilité des entreprises apparaît aussi positivement significative mais au seuil de 10%. Par ailleurs, l'association entre les dettes et la valeur actionnariale semble être négativement significative.

La plupart des entreprises de notre échantillon créent de la richesse à ses actionnaires uniquement par la distribution des dividendes (Yield). Ce déterminant est peut être associé soit, à la rentabilité financière, soit à la capitalisation boursière. Ce résultat signifie que la distribution des dividendes est un signal complet que les entreprises envoient au marchés financiers, ce qui entraîne une augmentation du cours boursier et donc de la capitalisation boursière de l'entreprises, ce qui attire de nouveaux actionnaires intéressés par la taille de l'entreprise, puisque cette dernière est un bon élément pour leur créer plus de richesse. La distribution des dividendes est expliquée parfois par l'augmentation de la rentabilité financière des entreprises de notre échantillon.

Aucune entreprise ne crée de la valeur uniquement par l'intermédiaire des dettes financières. L'impact négatif de la dette sur la valeur actionnariale, observé sur l'échantillon des entreprises tunisiennes, conduit à rejeter l'hypothèse de la politique financière.



## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

La rentabilité financière, selon les études antérieures, est aussi un bon déterminant, mais dans notre étude, cette politique n'a pas vraiment un grand effet sur la valeur actionnariale. Les actionnaires de ce marché s'intéressent beaucoup plus aux rendements de leurs actions.

*b) Diagnostic du modèle:*

### **b-1 : Test de Breusch - Godfrey d'autocorrélation:**

Notre modèle général à erreurs autocorrélées d'ordre 2 est comme suit :

$$TSR_{it} = a_{0i} + a_{1i} ROE_{it} + a_{2i} Debts_{it} + a_{3i} Yield_{it} + a_{4i} CB_{it} + p_1 \varepsilon_{t-1} + p_2 \varepsilon_{t-2} + v_t$$

L'hypothèse  $H_0$  d'absence d'autocorrélation des erreurs à tester est :

$$H_0 = p_1 = p_2 = 0$$

Si on refuse l'hypothèse nulle, alors il existe un risque d'autocorrélation des erreurs d'ordre 2.

Les résultats de l'annexe A – 8 montrent que les erreurs ne sont pas statistiquement significatives, ce qui signifie qu'elles ne sont pas autocorrélées d'ordre 2. On rejette donc l'hypothèse de dépendance des erreurs.

### **b-2 : Test de Glejser de l'hétéroscédasticité:**

Les résultats de l'annexe A – 11 du test de Glejser montrent qu'il n'existe aucune source d'hétéroscédasticité puisque tous les coefficients ne sont pas significatifs. Le modèle est donc homoscédastique.

### III- Le cas algérien:

Les années 1980 sont marquées par la chute des prix du Pétrole. Les ressources financières de l'Etat se tarissent. Devant les difficultés de paiement de sa dette, l'Algérie se lance dans un vaste programme de libéralisation économique. Beaucoup d'entreprises publiques sont restructurées. Leur taille est réduite, les fonctions sociales sont transférées à l'Etat. Avec la nouvelle constitution de 1989 l'Etat cesse d'être le garant social ; il se désengage des investissements pour devenir tout simplement le régulateur de l'économie.

Cependant, la situation ne s'améliore pas. En 1994, l'Algérie est obligée d'accepter le principe du rééchelonnement de la dette et le PAS (Programme d'Ajustement Structurel) proposé par le FMI et la Banque Mondiale, qui imposent la dérèglementation et la privatisation des entreprises. L'objectif est de rentabiliser les entreprises publiques, de relancer les exportations hors hydrocarbures et de diminuer le chômage.

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

Les résultats de cette politique se traduisent par une baisse de la croissance économique et des exportations qui reculent : la libéralisation et le désengagement de l'Etat causent le démantèlement presque total du système productif et les privatisations engendrent des licenciements massifs. Les conditions de vie se dégradent vite, marquées par une forte hausse des prix, l'augmentation du chômage (presque 30% de la population active), l'augmentation de la pauvreté et la baisse de la consommation.

A partir des années 2000, la situation financière de l'Algérie s'améliore suite à l'augmentation des prix des hydrocarbures. Grâce au soutien des Institutions financières internationales, l'Algérie s'apprête alors à relancer l'économie, en augmentant les dépenses publiques, et en s'engageant à nouveau dans les investissements afin d'améliorer la croissance du pays. L'Etat riche par les recettes liées aux hydrocarbures, investit dans des grands travaux, dans les infrastructures, dans l'importation des biens (dont 30% alimentaires) et dans le remboursement de sa dette. Cependant, même si l'économie algérienne affiche des taux de croissance positifs, celle-ci reste vulnérable, parce que dépendante des hydrocarbures. Les entreprises constituées essentiellement de très petites entités restent très peu compétitives et concentrées dans les services, le BTP et le commerce.

### ***1- Présentation de la bourse d'Alger:***

La loi 90-10 relative à la monnaie et au crédit, a été promulguée, après la prolongation des lois n°88/01 à 88/06 du 12-01-1988 qui organisent l'autonomie des entreprises, pour consacrer une réforme structurelle du système bancaire algérien et assurer une relative indépendance des autorités monétaires (la banque d'Algérie) vis-à-vis des sphères budgétaires et politiques.

La période dans laquelle ont été instituées ces réformes, a été marquée par une crise financière, notamment le déficit de la balance des paiements et l'insuffisance des réserves de change qui ne pouvaient couvrir qu'environ un mois d'importation. Le FMI, à ce moment-là, pour pouvoir débloquer un crédit par tranches ne dépassant pas 1 milliards de dollars, avait obligé l'Algérie de dégager des résultats immédiats et de renoncer à toute sorte d'augmentation des dépenses publiques. C'est une menée qui pousse le gouvernement au rééchelonnement de la dette extérieure et l'acceptation de la recette du programme d'ajustement structurel prescrit en cinq points par les experts du Fonds Monétaire International.

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

La rareté des ressources financières et de sous-liquidité monétaire des banques publiques a obligé les pouvoirs publics de rechercher de nouveaux modes de financement des entreprises et des dépenses de l'Etat, à travers un système de finance directe, qui est le marché financier.

Le marché financier algérien s'avère donc une nécessité urgente, il a été institué en 1993 par le décret législatif n°93-10 relatif à la bourse de valeur mobilière, modifiée et complétée par la loi n°03-04 du 17 février 2003.

La bourse d'Alger est organisée par trois organes institutionnels à savoir :

- la société de gestion de la bourse des valeurs (SGBV) dont les missions sont techniques notamment l'introduction des entreprises, la gestion de la cotation et la publication périodique de l'information ;
- la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB), qui est une autorité dont les missions sont réglementaires et qui veille à l'organisation et à la surveillance des transactions des valeurs mobilières ;
- le dépositaire central des titres (Algérie Clearing), composé de six banques publiques (CNEP, BADR, BEA, CPA, BNA, BDL) et deux entreprises cotées à savoir EL-AURASSI et SAIDAL. Il est chargé de règlement et de livraison des valeurs mobilières négociées.

Cette bourse est caractérisée par une très faible capitalisation boursière qui ne dépasse pas les 15 milliards de dinars soit environ 0,1% du PIB. Avec seulement quatre entreprises cotées : SAIDAL, Alliance Assurances, El-Aurassi et NCA-Rouiba, dont les négociations et transactions ou l'achat et la vente des titres s'effectuent très rarement. C'est la dernière capitalisation en Afrique du Nord.

La problématique de dynamisation de la bourse en Algérie s'avère complexe et ne peut être résolue par des rapports techniques d'évaluation ou de recommandation des organismes comme le PNUD ou même par des accords de coopération avec l'Euronext (Mars 2014) et le partenariat prévu prochainement avec la bourse de Tunis.

En Algérie, le problème ne se situe pas au niveau du marché primaire permettant la première opération d'émission et de souscription des titres neufs de participation (actions) ou de créance (obligation), ou au niveau du marché secondaire (la bourse) permettant

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

l'achat et la vente des titres, mais plutôt au niveau de l'entreprise et de son environnement, et aussi au niveau du système financier du pays.

La bourse d'Alger confronte plusieurs contraintes structurelles :

- le statut juridique des entreprises algériennes : Sur les 959 718 recensées par l'office national des statistiques (ONS) en 2011, 869 164 sont des personnes physiques et seulement 90 554 sont des personnes morales dont la majorité est composée d'entreprises familiales à statut juridique de SNC et SARL. Le nombre des sociétés par action (SPA) est très limité. Aussi, la répartition sectorielle des activités des entreprises est à 55% dans le commerce, 34% dans les services et seulement 10% dans l'industrie. Sachant que pour s'introduire en bourse, il faut au minimum libérer 10% du capital social d'une entreprise par action, il est à priori très difficile de répertorier des SPA ayant une culture actionnariale et managériale, habilitées à une introduction en bourse.
- L'économie informelle : qui représente pas moins de 40% du PIB est un indicateur révélateur des pratiques économiques non transparentes et de la corruption. Ce phénomène économique bloque l'Etat à imposer le règlement par chèque des opérations financières, et bloque même l'émergence de la bancarisation de l'économie et la levée des fonds dans le marché financier.
- Surliquidité des banques publiques : Les banques publiques enregistrent depuis le début des années 2000 des surliquidités. Un phénomène qui est très rares dans les pays développés depuis notamment la crise 2008. Sur le plan des comportements et des anticipations des opérateurs économiques, la disponibilité des crédits à bon marché ne les incitent pas à demander des fonds au niveau de la bourse. Dans ces conditions, aucune concurrence ne peut être envisageable entre les taux d'intérêt bancaires et la rémunération des titres négociables au marché financier.

La problématique reste posée sur la décision du conseil des participations de l'Etat (CPE), d'ouvrir le capital social des cinq entreprises publiques à savoir : le Crédit Populaire d'Algérie (CPA), le Groupe Industriel des Ciments d'Algérie (GICA), la CAAR, Cosider Carrières et Mobilis, pour donner un nouveau souffle à la bourse d'Alger.

### 2- Les déterminants de la valeur actionnariale en Algérie:

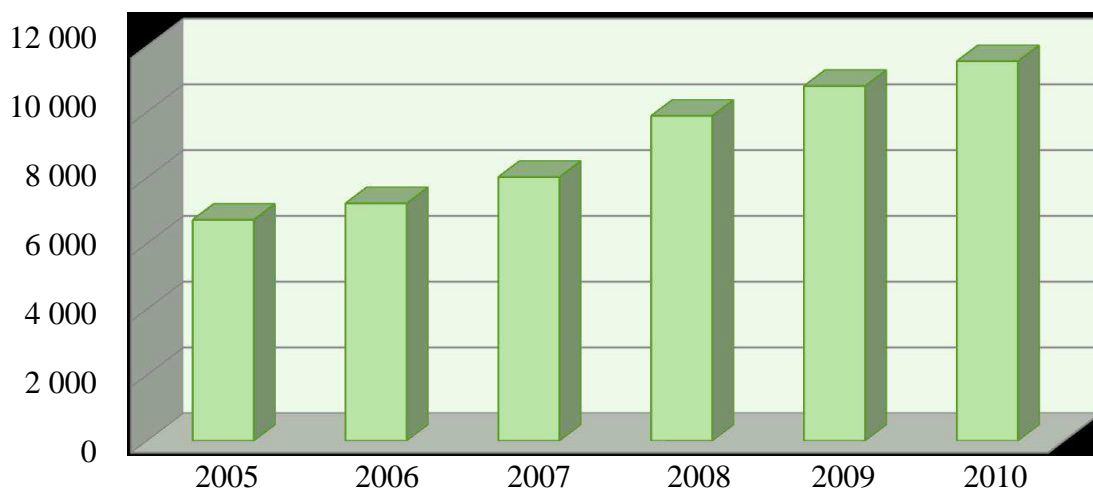
Nous avons remarqué plus haut que la valeur actionnariale est déterminée par la distribution des dividendes ainsi que la rentabilité des entreprises. En Algérie, les entreprises cotées en bourse n'ont qu'une légère expérience dans le marché financier. Nous signalons aussi, que la bourse est une création nouvelle, elle ne date que de l'ouverture de l'Algérie sur l'économie de marché. Etant donné ces particularités, nous avons sélectionné les entreprises algériennes cotées en bourse pour vérifier si elles aussi ont les mêmes déterminants dans la création de la valeur actionnariale que les entreprises marocaines et tunisiennes.

#### a) Présentation des entreprises étudiées:

##### **a-1: SAIDAL:**

Le groupe SAIDAL est une société par action créée en 1989, au capital social de 2 500 000 DA présenté par des entités centrales de gestion, d'un centre de recherche et développement, de centres de distribution, d'une direction marketing et information médicale et trois filiales de production et dont sa mission principale est de développer, produire et commercialiser des produits pharmaceutiques à usage humain et vétérinaire. Sa vision réside dans sa capacité de se projeter dans le futur et assurer la position d'un laboratoire leader au niveau national et régional tout en perçant le marché international. Son chiffre d'affaires avoisine de nos jours 6,4 milliards de Dinars. Il a été pratiquement multiplié par 2 entre 2005 et 2010 représentant un accroissement de 27,5%.

**Graphique n° 4-1 : Evolution du chiffre d'affaires de SAIDAL (Milliards DA)**



Source : Derkaoui. B, 2011, « Le groupe SAIDAL et ses perspectives de développement », sur le site : [www.us-algeria.org](http://www.us-algeria.org)

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

Pour atteindre son but, SAIDAL, s'est fixée des axes et objectifs stratégiques dans le cadre de son business plan (1998 – 2005) ainsi que les moyens de les atteindre en s'appuyant sur ses forces et atouts permettant de renforcer la rentabilité des capitaux propres. La part occupée de SAIDAL dans le marché national, en 2010 représente 20% en volume et 7% en valeur.

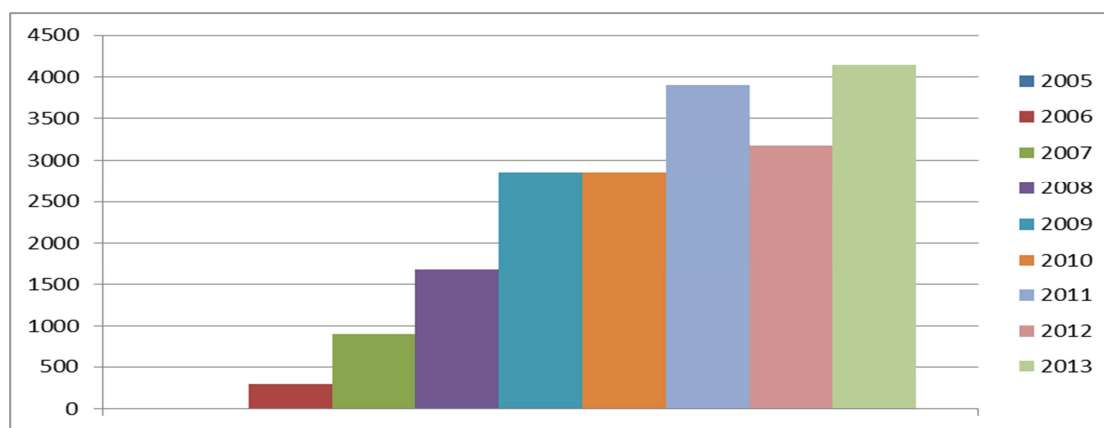
Conformément à la décision du conseil national des participations de l'Etat lors de sa réunion du 18 juin 1998, dans le cadre du processus de privatisation, et de l'ordonnance n°95/22 du 26 août 1995 relative à la privatisation des entreprises publiques éligibles au programme de privatisation adopté par le gouvernement, notamment ses articles 25 et 26, l'Assemblée Générale Extraordinaire du 22 juin 1998 de SAIDAL a adopté la résolution n°4, sur proposition du Conseil d'Administration, autorisant SAIDAL à introduire en bourse une partie de son capital. Le montant de l'opération porte sur 20% du capital social soit 500 MDA, réparti en 2 000 000 actions de forme nominale d'une valeur unitaire de 250 DA sur un total de 10 000 000 actions. Au terme de cette opération, la participation de l'Etat s'étalera à 80% par le biais du Holding Public Chimie – Pharmacie.

Les actions, objet de cette présente Offre Publique de Vente, sont des actions ordinaires de forme normative entièrement libérées et libres de tout engagement.

### **a-2: ALLIANCE ASSURANCES:**

Alliance Assurances, entreprise leader dans le domaine des assurances, appartient au groupe Khelifati. En 2010, cette entreprise a réalisé un chiffre d'affaires de 3,38 milliard DA. Elle a été créée administrativement en 2004 avec un capital initial de 500 millions DA où le lancement effectif de l'activité a eu lieu en 2006. En 2008, Alliance Assurances conquiert la seconde place du secteur privé. En 2010, l'entreprise a lancé une opération d'appel d'offre à l'épargne. Elle a émis 1 804 511 actions nouvelles au nominal de 380 DA, émises à 830 DA du 2 novembre au 1<sup>er</sup> décembre 2010. En 2011, Alliance Assurances devient la première compagnie privée cotée à la bourse d'Alger. Durant cette année, l'entreprise a signé un contrat de liquidité avec le Crédit Populaire Algérien CPA.

**Graphique 4-2 : Evolution du chiffre d'affaires d'Alliance Assurances (Milliard DA)**



Source : Elaboré par l'auteur à partir des rapports annuels de l'entreprise disponibles sur les sites : [www.allianceassurances.dz](http://www.allianceassurances.dz) et [www.cosob.org](http://www.cosob.org)

Le chiffre d'affaires d'Alliance Assurances est de 3,7 milliards DA et affiche une croissance moyenne de 35% de 2007 à 2012 malgré une concurrence croissante et pas toujours loyale, la disparition pure et simple de certains segments de marché et des difficultés auxquelles une assurance privée doit faire face en Algérie. En 2013, l'entreprise a réalisé des performances remarquables, avec un chiffre d'affaires de 4,15 milliards de dinars dont la croissance est de 13,5%, un résultat brut de 500 millions de dinars et un bénéfice net en progression de 58%. Le bénéfice net de l'entreprise a été évalué à 367 millions de dinars.

Avec un résultat net de 232 millions de DA, le Average Return On Equity (rentabilité moyenne des fonds propres) se situe à 17% sur 6 ans. Cette performance a notamment permis à Alliance Assurances de tripler ses fonds propres en 6 ans malgré une politique régulière de distribution des dividendes.

Le total actif a été multiplié par 5 en six ans traduisant une croissance aussi forte que soutenue.

En termes de qualité de portefeuille et stratégie de minimisation du risque, l'entreprise affiche un Combined Ratio (Principal indicateur de performance ajustée du risque pour une entreprise d'assurance) de 70% (norme internationale < 100%) traduisant une bonne marge de sécurisation de la rentabilité par rapport au risque.

### **a-3: EL-AURASSI:**

C'est une Entreprise Publique Economique, faisant partie de la société de gestion des participations de l'Etat (Tourisme et Hôtellerie). Elle se compose de quatre unités hôtelières, dont trois unités situées dans le sud-est et ouest. Il s'agit des unités hôtelières le

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

Rym de Béni-Abbes, le Mehri d'Ouargla et le Boustène de Ménéa. A cela s'ajoute l'hôtel El-Aurassi, érigé également en unité hôtelière.

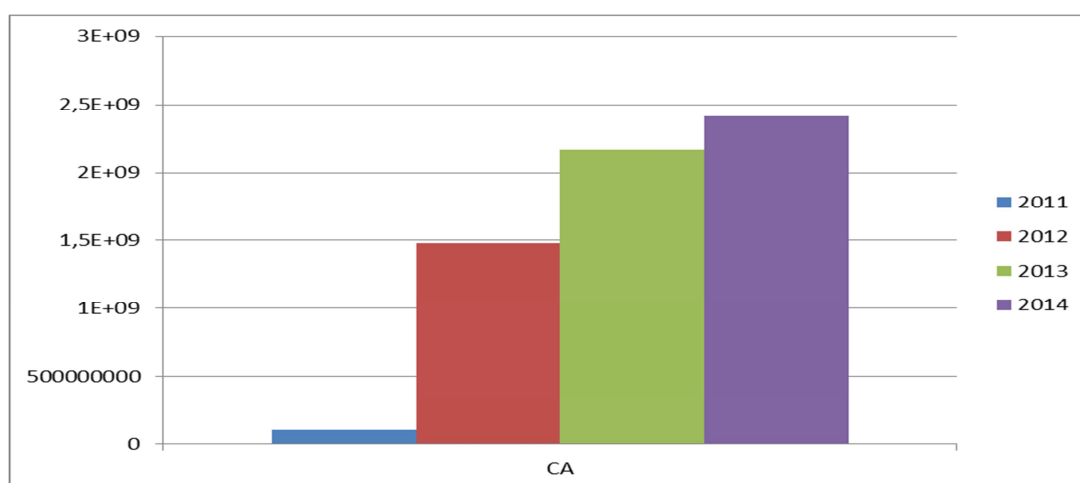
Cet établissement, classé hôtel cinq étoiles, a été inauguré et ouvert à la clientèle le 2 mai 1975, faisant partie du patrimoine des entreprises nationales SONATOUR, puis ALTOUR et enfin ONCC (Office National des Congrès et Conférences). Le 12 février 1991, l'hôtel change de statut juridique et passe en la forme d'Entreprise Publique Economique, société par actions au capital social initial de 40 milliards de dinars.

L'entreprise El-Aurassi a été retenue en février 1998, par décision du conseil national des participations de l'Etat, pour son introduction en bourse à hauteur de 20% du capital social, diffusé vers le public. Dans ce cadre, une notice d'information a été élaborée, et un plan de communication engagé du 15 juin au 15 juillet 1999, au titre d'offre publique de vente de l'hôtel El-Aurassi.

Par décision de la COSOB, le titre El-Aurassi a été coté en bourse à partir du 14 février 2000, avec un prix d'introduction et d'émission fixé à 400 DA l'action, la valeur faciale étant de 250 DA l'action.

Comme le montre le graphique ci-dessous, l'année 2013 a été marquée globalement par une amélioration de l'activité comparativement à 2012 et 2011 correspondant à la première année de l'ouverture officielle de l'hôtel El-Aurassi à la clientèle et ce, après sa rénovation et sa mise à niveau aux standards internationaux dans la catégorie des cinq étoiles.

**Graphique n° 4-3 : Evolution du chiffre d'affaires de la chaine El-Aurassi**



Source : Elaboré par l'auteur à partir des rapports annuels de l'entreprise disponibles sur le site : [www.el-aurassi.com](http://www.el-aurassi.com)

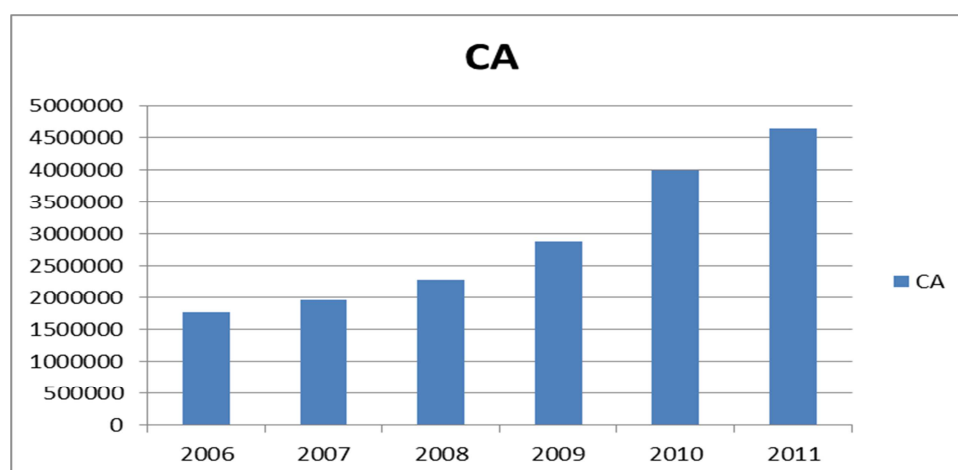


### a-4: NCA-ROUIBA:

La société NCA-Rouiba SPA est une société par actions au capital social de 849 195 000 DA, spécialisée dans la fabrication de jus et boissons au jus de fruits, fondée en mai 1966 sous le nom « Nouvelle Conserverie Algérienne » où elle change de raison sociale en 2008 pour devenir « NCA – ROUIBA ». Elle vient de réussir son introduction en bourse après avoir obtenu son visa en date du 6 février 2013. Le montant de l'offre publique de vente était de 849 195 200 DA à raison de 2 122 988 actions au prix de 400 DA l'action.

L'entreprise est caractérisée par des parts de marché en constante évolution et une marque bien distribuée avec une présence dans 96% des points de vente recensés à travers toutes les régions d'Algérie, une croissance des ventes à deux chiffres, un chiffre d'affaires multipliés par deux fois et demi sur les cinq dernières années et enfin une rentabilité des fonds propres avoisinant les 15%.

**Graphique n° 4-4 : Evolution du chiffre d'affaires de NCA-Rouiba**



Source : Elaboré par l'auteur à partir des rapports annuels de l'entreprise disponibles sur le site : [www.rouibaenbourse.com](http://www.rouibaenbourse.com).

La croissance soutenue enregistrée ces dernières années repose sur la capacité de NCA-Rouiba à commercialiser des produits répondant aux attentes des consommateurs.

### b) *L'analyse des points forts:*

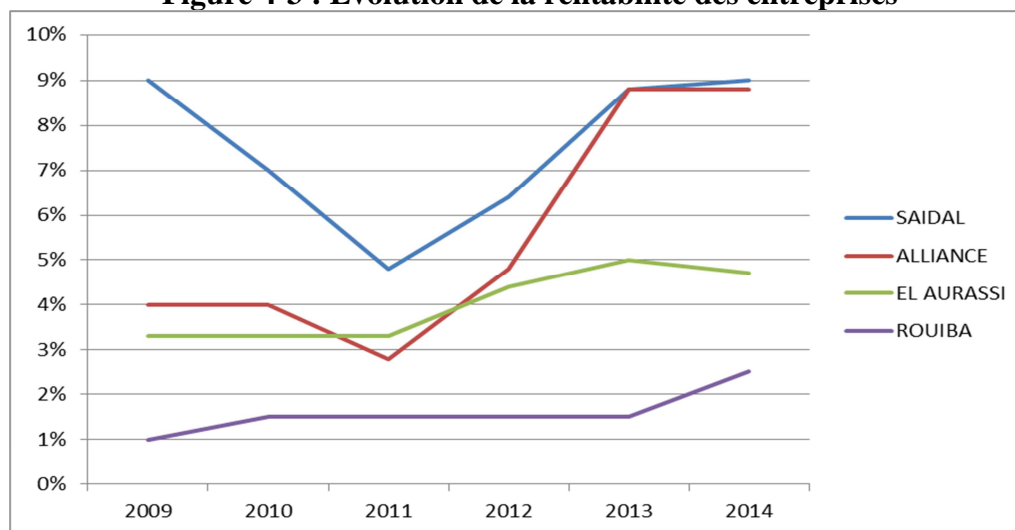
#### **b-1 : Analyse microéconomique :**

Les entreprises de notre échantillon sont considérées comme entreprises leader dans leurs domaines et caractérisées par une forte croissance. Les schémas ci-dessous

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

représentent l'évolution de la rentabilité des capitaux propres de ces entreprises, ainsi que leur capacité à s'endetter.

**Figure 4-3 : Evolution de la rentabilité des entreprises**

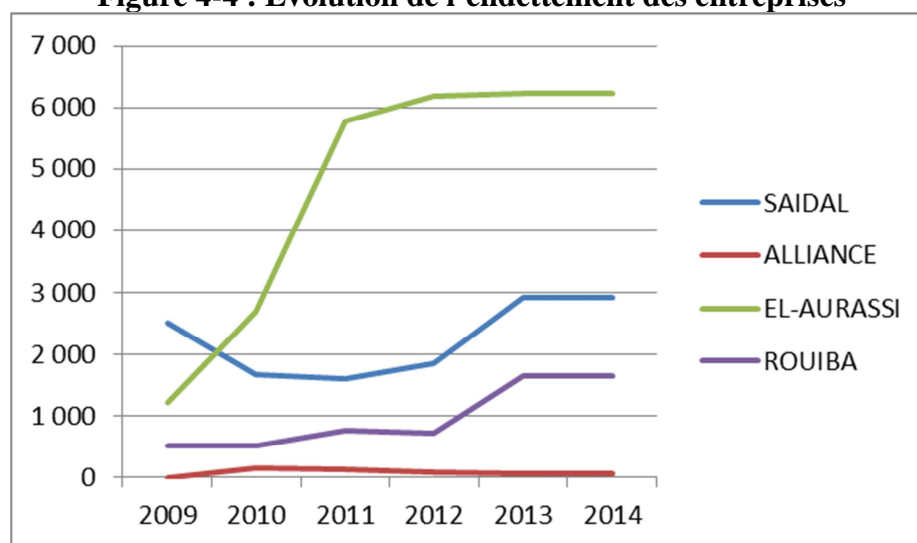


Source : Elaboré par l'auteur à partir des rapports annuels des entreprises

La croissance de la rentabilité financière à Rouiba a été stable jusqu'à 2013 où elle a commencé à augmenter. Ceci explique l'engagement, de cette entreprise, en bourse durant cette année. Le reste des entreprises suit la même tendance où la rentabilité a connu une récession en 2011 puis une augmentation pour l'année 2013. Le résultat net bénéficiaire d'El-Aurassi, obtenu au titre de l'exercice 2013 d'un montant de 356,9 millions DA, affiche une évolution de la rentabilité de 14% en comparaison avec les données des exercices précédents. Ce résultat représente globalement 23,8% du capital social de l'entreprise et 16,5% du chiffre d'affaires. SAIDAL reste en tête de toutes les autres entreprises, puisqu'elle a la rentabilité la plus forte. Cette dernière a connu un ralentissement en 2013. La croissance des entreprises devrait profiter quelque peu aux actionnaires, mais ce n'est pas le cas, faute de l'absence de liquidité sur le marché boursier.

Concernant la politique de l'endettement, il existe d'importantes disparités entre les entreprises comme le montre le schéma suivant :

**Figure 4-4 : Evolution de l'endettement des entreprises**



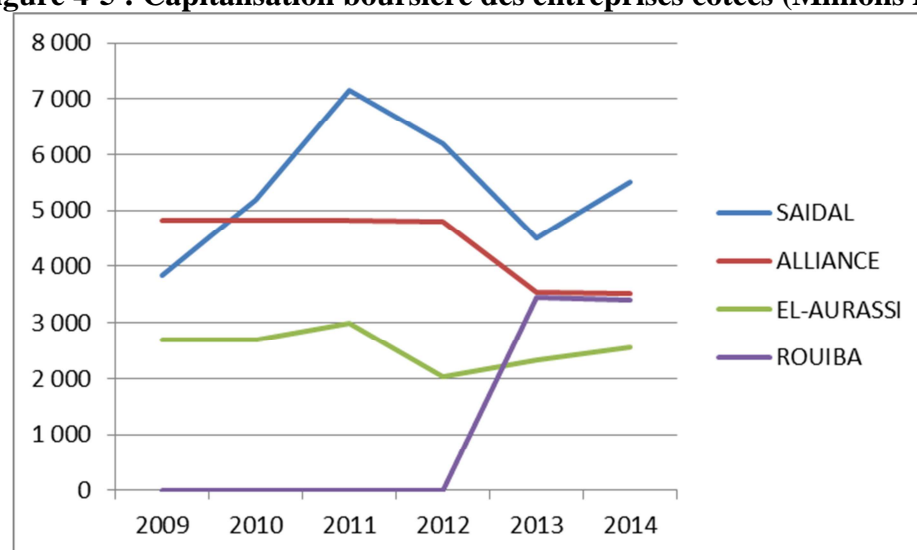
Source : Elaboré par l'auteur à partir des rapports annuels des entreprises

Nous remarquons que le niveau de l'endettement des entreprises augmente considérablement durant cette décennie. A El-Aurassi, la dette a atteint presque 6 300 milliards de DA, ce qui est relativement élevé par rapport aux autres entreprises. Pour le reste des entreprises, nous observant également une hausse de plus le double des dettes jusqu'à l'année 2013. Sauf à alliance Assurance où l'endettement a été stable puis a augmenté en 2011 en raison de l'accord fait avec le Crédit Populaire Algérien.

### **b-2 : Analyse du marché boursier :**

Le marché boursier algérien reste faible. Le schéma ci-dessous montre l'augmentation de la capitalisation boursière de chaque entreprise de notre échantillon :

**Figure 4-5 : Capitalisation boursière des entreprises cotées (Millions DA)**



Source : Elaboré par l'auteur à partir des rapports annuels des entreprises

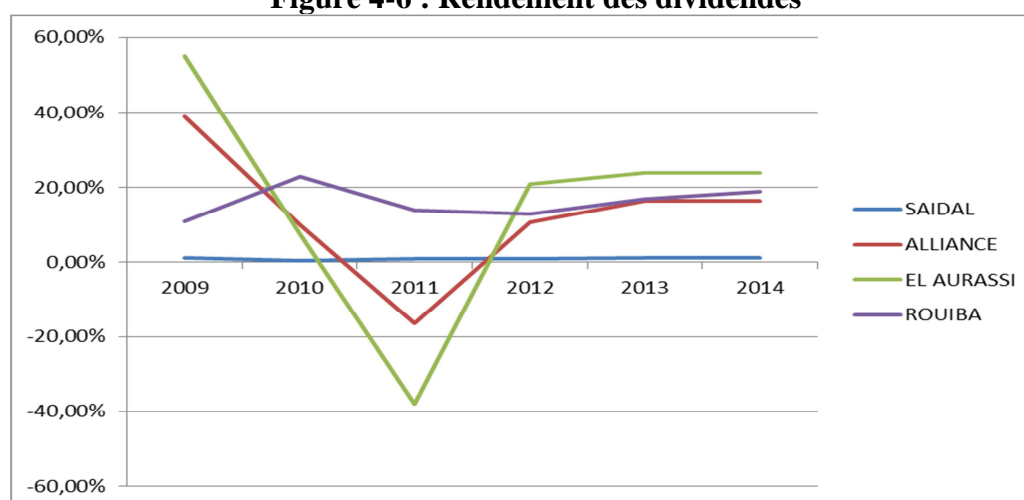
## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

Si les indices financiers (Rentabilité, chiffres d'affaires) sont en progression dans les entreprises algériennes, le marché boursier algérien ne suit pas le même rythme. En 2011, la capitalisation boursière des 4 entreprises atteint environ 133 millions d'euros, ce qui rend le marché algérien l'une des places les plus petites au monde. Dès 2011, les cours boursiers ont globalement chuté dans la plus part des entreprises étudiées. Il est bien évident, que cette situation ne peut être attractive ni pour le reste des entreprises algériennes ni, et encore moins les entreprises étrangères.

SAIDAL se place en première position en Algérie en matière de capitalisation boursière. Dans cette entreprise, les cours ont fortement augmenté jusqu'à 2011 où ils ont brutalement chuté. Depuis 2013, la valeur poursuit sa hausse jusqu'à nos jours. Alliance Assurances se caractérise par une capitalisation boursière stable jusqu'à 2012 où les cours ont diminué. A son introduction en 2010, l'action d'Alliance Assurances valait 830 dinars et aujourd'hui elle est cotée à 605 dinars. Le titre d'Alliance Assurance a perdu 25% de sa valeur depuis son introduction. El-Aurassi est en bas de l'échelle puisqu'elle a la capitalisation la plus faible qui a légèrement chuté en 2011 puis a repris sa hausse à partir de 2012. L'entreprise NCA-Rouiba a une capitalisation boursière légèrement stable, car c'est une nouvelle dans ce monde.

Après avoir pris en compte l'évolution de la capitalisation boursière, nous nous sommes intéressés au comportement des entreprises étudiées en matière de la politique de distribution des dividendes, mesuré par le ratio Dividend-Yield. Le schéma suivant nous indique le cours du rendement des dividendes.

**Figure 4-6 : Rendement des dividendes**



Source : Elaboré par l'auteur à partir des rapports annuels des entreprises

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

Nous notons que la politique de dividendes reste relativement stable et limitée à SAIDAL. Jusqu'à 2011, le rendement a considérablement chuté pour le reste des entreprises puis a commencé d'augmenter. Il a atteint 24% en 2013 pour El-Aurassi. En 2012, Alliance Assurances a distribué des dividendes gratuitement aux petits porteurs équivalent à 26 dinars par action avec une distribution totale de 187 242 actions acquises dans le cadre du contrat de liquidité sur fonds propres de la compagnie, mais cela a eu un coût pour la société. En 2013, l'entreprise a versé une part des bénéfices distribuables équivalente à 47% du bénéfice net, ceci a conduit à l'augmentation des dividendes de 15% par rapport à 2012 et une progression globale du dividende en numéraire entre 2011 et 2013 à + 50%. Alliance Assurances, pour préserver l'intérêt de ses actionnaires, a donc distribué les dividendes malgré un contexte de bourse difficile et un marché défavorable pour le secteur privé.

Les dividendes en numéraire sont insignifiants et ne reflètent pas la valeur de l'entreprise, mais restent malgré tout faibles. Cette situation est le résultat de la rétention des bénéfices au profit des entreprises. Une société qui libère ses actions devient une entreprise qui doit fonctionner pour le compte de ses actionnaires en premier lieu. Le fait que ces entreprises adoptent de la rétention sur les dividendes même si leur rentabilité et leur chiffres d'affaires sont importants, ne favorisent pas le marché financier.

### c) *Les résultats de la régression "stepwise":*

Le modèle de régression analyse les déterminants les plus significatifs de la valeur actionnariale. Notre modèle est comme suit:

$$\text{TSR}_{it} = a_{0i} + a_{1i} \text{ROE}_{it} + a_{2i} \text{Debts}_{it} + a_{3i} \text{Yield}_{it} + a_{4i} \text{CB}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Les résultats sont présentés ci-dessous :

**Tableau n°4-12 : Résultat de la régression stepwise (Algérie)**

	Coefficient	Prob
Yield	- 4.104323	0.0169**
ROE	0.206709	0.4777*
Debts	0.003018	0.2731*
CB	0.007203	0.1658*

\*\*significatif à 5%, \*significatif à 10% Source : élaboré par l'auteur

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

Les résultats économétriques montrent que la distribution des dividendes a un effet négatif sur la valeur actionnariale. Par contre, la rentabilité, la taille ainsi que l'endettement des entreprises réagissent positivement et au seuil de 10% sur cette valeur.

Selon ces résultats, la politique financière constitue un bon signal sur le marché boursier algérien contrairement à la politique de dividendes où la distribution des bénéfices entraîne une diminution des cours boursiers.

### IV- Principaux résultats et discussion finale:

Le modèle de régression analyse l'impact de la politique de dividendes, la politique financière, la rentabilité financière et la taille des entreprises sur la création de la valeur actionnariale pour un large échantillon d'entreprises cotées en bourse de trois pays du Maghreb, à savoir le Maroc, la Tunisie et l'Algérie.

S'agissant de l'impact de la politique de dividendes, les résultats indiquent une relation positive et significative avec la valeur actionnariale pour le Maroc et la Tunisie. Cela veut dire que les entreprises qui augmentent le paiement des dividendes sont susceptibles d'augmenter la valeur actionnariale. Une entreprise rentable qui distribue une grande partie de ses bénéfices sous forme de dividendes transmet des signaux de qualité de gestion et conduit donc à la création de la valeur. Ce résultat contredit les arguments de l'hypothèse de non-pertinence des dividendes de Modigliani et Miller (1961), qui affirment que la valeur de l'entreprise n'est pas affectée par la politique de dividendes dans des conditions de marché parfait. Le constat est cependant compatible avec l'hypothèse de dividende de Gordon (1962), Graham et Dodd (1962) et Lintner (1962) qui affirment que les décisions de distribution de dividendes sont une variable active susceptible d'influencer la valeur des actionnaires. Ils considèrent que le versement des dividendes conduit à augmenter le prix des actions de l'entreprise qui paye les dividendes. Notre conclusion est également compatible avec les conclusions de Ross (1977), Bhattacharya (1979), Miller et Rock (1985). Pour ces auteurs, la valeur actionnariale augmente car les dividendes sont considérés comme des signaux exacts que l'entreprise émet.

Par contre, les résultats révèlent qu'il y a une relation négative entre la valeur actionnariale des entreprises algériennes et leurs politiques de dividendes. Ceci est conforme aux conclusions de Modigliani et Miller (1961), pour qui le versement des dividendes consiste à réduire les fonds propres de l'entreprise et par conséquent, à réduire la valeur des actions. Les entreprises algériennes sont caractérisées par un coût du capital supérieur au

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

rendement des actionnaires. Ceci explique cette relation négative. Dalborg (1999) affirme que le rendement total des actionnaires doit être élevé que le coût des capitaux propres pour véritablement créer de la valeur. Ce n'est pas le cas pour les entreprises algériennes. Durand (1952) affirme que la valeur d'une entreprise est positivement corrélée avec son taux d'endettement est négativement corrélée avec son coût du capital. Ainsi, la distribution des dividendes, pour le cas algérien, est une opération coûteuse à cause du taux élevé d'imposition sur les dividendes. Avec la prise en compte des impôts, les dividendes ne restent plus le meilleur instrument de signalisation. Il est préférable de faire recours aux rachats d'actions qui permettent d'atteindre le même objectif, mais avec un coût faible.

Les résultats, obtenus des trois pays, révèlent également une relation positive et significative entre la rentabilité financière et la valeur actionnariale. Ceci veut dire que quand les entreprises de notre échantillon augmentent le rendement des capitaux propres, la valeur actionnariale augmente. Ce résultat est conforme aux conclusions de Pandey (2005) et Asogwa (2009). Les entreprises qui utilisent efficacement leur capital en investissant correctement, génèrent des rendements plus élevés qui créent plus de valeur pour les actionnaires. D'autres parts, les entreprises qui produisent des rentabilités faibles, créent moins de valeur actionnariale. La rentabilité financière des entreprises est une condition préalable à la création de valeur. Cette conclusion soutient également l'idée de Rappaport (1986), pour qui la rentabilité financière est statistiquement significative dans la détermination de la valeur actionnariale. Pour les entreprises marocaines et tunisiennes, la rentabilité financière est moins significative que la politique de dividende, cela veut dire que cette variable affecte la valeur actionnariale par l'intermédiaire des dividendes puisqu'une entreprise rentable est capable de distribuer plus de bénéfices que les entreprises à faible rentabilité.

La taille des entreprises est positivement liée à la valeur actionnariale pour les cas tunisien et algérien. Cette relation positive s'explique par le fait que la variable de la valeur actionnariale créée « TSR » se mesure par les variations de la capitalisation boursière. Plusieurs études ont montré qu'il est normalement de s'attendre à ce que la taille des entreprises aura une relation positive et significative avec la valeur actionnariale (Voir Asogwa, 2009), puisqu'elle est une source d'attraction de nouveaux actionnaires. Toutefois, les résultats du cas marocain suggèrent que l'augmentation de la capitalisation boursière n'a aucun impact sur la richesse des actionnaires. Cela implique que la grande

## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

taille des entreprises n'explique pas nécessairement la création de la richesse des actionnaires.

Concernant l'impact de la politique financière sur la valeur actionnariale des entreprises marocaines, les résultats indiquent, en contradiction avec les conclusions de Jensen, qu'elle n'exerce aucune influence sur la richesse des actionnaires. Notre conclusion se trouve également en contradiction avec les propositions du Durand (1952), Modigliani et Miller (1963) et Miller (1977) qui ont tous conclu que le levier financier est un déterminant significatif de la création de la valeur actionnariale. D'autres parts, la relation entre la politique d'endettement et la valeur actionnariale est décelable pour les entreprises tunisiennes ; l'impact de l'endettement sur la valeur actionnariale est négatif. L'augmentation du taux d'endettement entraîne un transfert de risque des créanciers vers les actionnaires où le paiement des dividendes diminue avec l'augmentation du taux d'endettement, puisque la priorité sera attribuée au versement des dettes, ce qui a pour conséquence de diminuer la valeur actionnariale. Aussi, l'augmentation de l'endettement entraîne un risque de faillite des entreprises qui s'endettent, et donc à la diminution de la valeur actionnariale. Cette conclusion soutient la théorie des 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 conduit à la diminution de la valeur actionnariale. Par contre, la politique financière des entreprises algériennes affecte positivement la valeur actionnariale. Ce résultat est conforme à celui de Modigliani et Miller (1963). Pour ces auteurs, lorsque le taux d'endettement augmente, le bénéfice par action augmente. Il y a une relation positive entre la dette et la valeur actionnariale. Cette relation n'est vérifiée que si le bénéfice d'exploitation est supérieur aux intérêts d'emprunt (c'est le cas des entreprises algériennes cotées en bourse), dans le cas contraire, l'endettement réduit le bénéfice par action. Pour les entreprises algériennes, l'endettement est un bon moyen pour discipliner les dirigeants. Selon la théorie de l'agence, l'émission de dette conduit à réduire les conflits entre actionnaires et dirigeants, par conséquent réduire les coûts d'agence des fonds propres et maximiser la valeur de l'entreprise. Cela s'explique par le fait de l'augmentation du contrôle de la banque de la qualité de gestion des dirigeants dû à l'augmentation de la dette dont le paiement régulier conduit à diminuer la probabilité d'investissement sous optimal de la part du dirigeant puisque le cash-flow disponible se trouve réduit. Notre conclusion confirme celle de Harris



## Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb

---

et Raviv (1990) qui suggèrent qu'il y a un effet positif de l'endettement sur le cours boursier puisqu'il est un moyen de discipliner les dirigeants.

Sachant que les entreprises algériennes cotées en bourse sont rentables, cette conclusion est également conforme à celle des partisans de la théorie des signaux qui affirment que l'émission de la dette est une bonne nouvelle entraînant une hausse des cours boursiers puisque les décisions financières peuvent transmettre de l'information qui permet de distinguer les entreprises performantes de celles qui ne le sont pas. Ross (1977) affirme qu'il existe une relation positive entre la valeur de l'entreprise et son niveau d'endettement. Il ajoute, que dans un système où les dirigeants subissent une pénalité en cas de faillite, plus l'endettement des entreprises augmente, plus leurs valeurs augmentent. Ainsi, la structure financière des entreprises performantes est supérieure à celles qui ne le sont pas, c'est-à-dire que les entreprises à forte croissance sont les plus endettées. Ross affirme que seules les entreprises performantes, présentant un risque de faillite faible, peuvent supporter un niveau élevé d'endettement. C'est le cas des entreprises algériennes.

Les conclusions tirées du cas algérien sont différentes de celles tirées des travaux empiriques. Ceci s'explique par le fait que le marché boursier algérien ne marche pas correctement, ne permettant pas à une action de monter ou descendre. La valeur boursière des actions ne reflète pas la santé financière des entreprises, ni les résultats. Les autorités boursières restent à l'écart et ne font pas d'effort pour dynamiser la bourse d'Alger. Le problème principal auquel sont confrontés les actionnaires des entreprises algériennes cotées est le fonctionnement de la bourse d'Alger.

### Conclusion

Le but de ce chapitre est d'examiner empiriquement les déterminants de la création de la valeur pour l'actionnaire pour un échantillon d'entreprises marocaines, tunisiennes et algériennes cotées en bourse. Fondamentalement, nous avons testé l'hypothèse de la politique de dividendes, l'hypothèse de la rentabilité financière, l'hypothèse de la politique financière ainsi que la taille des entreprises, sur la valeur créée.

L'augmentation (ou diminution) de l'effet de levier, la distribution de dividendes, la rentabilité et la taille des entreprises améliorent (ou atténuent) respectivement la richesse des actionnaires. Les résultats des modèles économétriques indiquent que la création de la valeur est plus significativement corrélée avec la politique de dividendes qu'avec la rentabilité et la taille des entreprises. Ceci appuie l'affirmation de Ben Naceur et Goaid (2007) qui suggèrent que les entreprises rentables qui distribuent une plus grande partie de leurs bénéfices sous forme de dividendes transmettent des signaux de qualité de gestion et donc entraînent l'augmentation de la valeur actionnariale créée. Cette conclusion confirme l'hypothèse de la pertinence de Gordon (1962) et Walter (1963), qui affirment que la décision de distribution de dividendes est une variable qui peut influencer la richesse des actionnaires.

Pour le cas de la Tunisie, les résultats révèlent que les entreprises les plus grandes qui sont plus rentables et moins endettées vont verser plus de dividendes et donc satisfaire les actionnaires et leur créer plus de valeur. Cette conclusion est compatible avec l'hypothèse que les entreprises utilisent les dividendes pour créer une réaction positive au marché financier. En revanche, pour les entreprises marocaines, seulement les dividendes et la rentabilité qui sont statistiquement significatifs afin de déterminer la valeur actionnariale. Ces résultats confirment la théorie de signalisation pour les entreprises marocaines. Certaines études ont conclu des résultats similaires. Par contre, les résultats indiquent qu'il y a une relation négative entre la valeur actionnariale des entreprises algériennes et leurs politiques de dividendes.

Chaque pays montre des caractéristiques un peu différentes en termes de création de la valeur actionnariale. La distribution de dividendes mesurée par le ratio Yield représente une variable clé dans la valeur actionnariale. La profitabilité est positivement liée à la valeur actionnariale par l'intermédiaire de la politique de dividendes. Ceci explique pourquoi la rentabilité est moins significative que les dividendes.

# Conclusion générale

## Conclusion générale

---

### **CONCLUSION GENERALE :**

Une entreprise crée de la valeur à ses actionnaires lorsque le rendement du capital investi est supérieur à son coût d'opportunité. La création de la valeur pour l'actionnaire est devenue un instrument clé dans l'entreprise et un objectif majeur pour les actionnaires.

Notre thèse est concentrée sur l'étude des déterminants de la valeur actionnariale pour les entreprises maghrébines cotées. Bien qu'il y ait un accord général quant à la notion de la valeur actionnariale, il y a encore du débat sur les facteurs les plus appropriés de la richesse que les entreprises créent pour leurs actionnaires. Des données récentes ont montré que le niveau de concurrence dans le marché boursier, le niveau des capitalisations boursières et la variation des prix des actions ont justifié la nécessité d'étudier les facteurs qui déterminent la création de la valeur actionnariale des entreprises cotées au marché financier.

Dans un premier chapitre, nous avons étudié les différents fondements théoriques de la création de la valeur, commençant par les théories anciennes de l'économie, tels le mercantilisme et le marginalisme, jusqu'en arrivant aux théories modernes, telles la théorie de l'agence ou la théorie du signal.

Le deuxième chapitre traite les différentes théories sur les déterminants de la valeur actionnariale. Il existe une large littérature de plus en plus bien établie qui met l'accent sur les différents facteurs qui influent sur la valeur actionnariale. Modigliani et Miller (1958) montrent que dans un monde sans impôts, sans coûts d'agence ou sans asymétrie d'information, les flux de la dette n'ont aucun effet sur la valeur de l'entreprise. Beaver (1966) puis Altman (1968) ont montré qu'un excès d'endettement entraîne l'entreprise dans une situation de difficulté financière. Toutefois, Jensen et Meckling (1976) et Myers (1977) ont démontré le même résultat. Song (2009) ajoute que l'entreprise, dans un marché obligataire, ne peut pas accroître la valeur de ses actionnaires en augmentant le niveau de l'endettement.

Concernant la politique des dividendes, Modigliani et Miller (1961) montrent que le versement de dividendes consiste à réduire les fonds propres de l'entreprise et par conséquent, à réduire la valeur des actions. Par ailleurs, Gordon (1963), Lintner (1962) et Graham et Dodd (1962) affirment que les dividendes sont importants parce que les investisseurs préfèrent recevoir un dividende au lieu de le conservé. Ross (1977) et Bhattacharya (1979) démontrent comment les dividendes sont susceptibles d'informer les investisseurs sur la qualité des firmes cotées en utilisant la théorie du signal. Ben Naceur et

## Conclusion générale

---

Goaied (2007) constatent que la valeur des entreprises est significativement et positivement liée à la politique de dividendes.

Rappaport (1986) affirme que la rentabilité des entreprises a un effet positif important sur la valeur créée. Pandey (2005) confirme ce résultat. Par contre, Ramezani et al. (2001) ont conclu que la rentabilité ne conduit pas à l'augmentation de la valeur actionnariale.

Le troisième chapitre expose les différentes études empiriques faites sur les différents facteurs susceptibles d'influencer la valeur actionnariale.

Le dernier chapitre traite les différents facteurs déterminants de valeur actionnariale pour les entreprises du Maghreb. Nous avons choisi comme mesure dépendante, le TSR (Total Shareholder Return). Conformément à la littérature, nous avons testé l'effet de la politique de dividende, de la politique de rentabilité, de la politique financière et de la taille de l'entreprise exprimée en capitalisation boursière sur la valeur actionnariale créée par les entreprises dans le marché boursier marocain, tunisien et algérien, en utilisant un échantillon de 62 entreprises marocaines, 46 entreprises tunisiennes et 4 entreprises algériennes cotées. Afin de connaître les facteurs énoncés à créer notre valeur sélectionnée, nous avons utilisé la méthode des moindres carrés ordinaires et la méthode de régression économétrique "pas-à-pas" à l'aide du programme Eviews 8.

Les résultats de l'étude ont montré que la distribution de dividendes est un bon déterminant de la valeur actionnariale. Fondamentalement, une entreprise très rentable qui distribue une grande partie de ses bénéfices sous forme de dividendes transmet des signaux de la qualité de gestion et par conséquent, aboutir à une création de valeur. Ce qui est cohérent avec les études antérieurs et même avec les conclusions théoriques. La décision de distribution de dividendes est une variable qui peut influencer la richesse des actionnaires. Nous pouvons conclure que la théorie de la signalisation s'applique bien aux entreprises marocaines et tunisiennes. Par contre, les résultats révèlent qu'il y a une relation négative entre la valeur actionnariale des entreprises algériennes et leurs politiques de dividendes. Cette conclusion confirme celle de Modigliani et Miller (1961). De plus, la distribution des dividendes, pour les entreprises algériennes, est une opération coûteuse, ceci conduit à ne pas considérer le dividende comme un bon moyen de signalisation. En revanche, l'endettement des entreprises n'exerce aucun impact sur la valeur actionnariale des entreprises marocaines. Ceci contredit les conclusions de Modigliani et Miller (1963) qui considèrent la dette comme un facteur déterminant de la valeur. La relation entre la valeur actionnariale et la dette est négative dans les entreprises tunisiennes. Bua et al. (1989) affirment que les

## Conclusion générale

---

entreprises fortement endettées ont tendance à distribuer moins de dividendes et par conséquent diminuer la valeur créée. L'augmentation du taux d'endettement entraîne un transfert de risque des créanciers vers les actionnaires où le paiement des dividendes diminue avec l'augmentation du taux d'endettement, puisque la priorité sera attribuée au versement des dettes, ce qui a pour conséquence de diminuer la valeur actionnariale. Aussi, l'augmentation de l'endettement entraîne un risque de faillite des entreprises qui s'endettent, et donc à la diminution de la valeur actionnariale. Le cas algérien confirme les conclusions de Modigliani et Miller (1963) puisque la relation entre l'endettement des entreprises et la valeur actionnariale est positive. Pour les entreprises algériennes, la dette est le meilleur instrument pour minimiser les coûts d'agence entre les actionnaires et les dirigeants d'un côté, et c'est une bonne nouvelle entraînant une hausse des cours boursiers puisque les décisions financières peuvent transmettre de l'information qui permet de distinguer les entreprises performantes de celles qui ne le sont pas, de l'autre côté. Harvey et al. (2004) affirment que, dans le cas des coûts d'agence élevés, l'endettement permet à l'entreprise de créer de la valeur pour ses actionnaires. Selon Margaritis et Psillaki (2010), l'endettement élevé conduit à une meilleure gestion de la firme puisqu'il permet de réduire les coûts d'agence. Ross (1977) affirme que seules les entreprises performantes, présentant un risque de faillite faible, peuvent supporter un niveau élevé d'endettement. C'est le cas des entreprises algériennes.

L'influence de la rentabilité financière des entreprises se traduit par un effet positif. Ceci confirme les conclusions d'Anggraini et al. (2004) et Di Mitropoulos et Asteriou (2009) qui affirment qu'il y a une influence significative de la rentabilité financière sur les rendements boursiers. Les résultats montrent aussi que la taille des entreprises exerce désormais un impact positif sur la valeur actionnariale des entreprises tunisiennes. C'est une source d'attraction de nouveaux actionnaires. Les entreprises les plus grandes qui sont plus rentables et moins endettées vont verser plus de dividendes et donc créer plus de valeur aux actionnaires. Ce résultat est conforme à celui de Johnson et Soenen (2003) pour qui les entreprises de grande taille et rentables ont un meilleur rendement boursier. La littérature économique montre que l'entreprise de grande taille est plus rentable que l'entreprise à petite taille parce qu'elle a un grand pouvoir sur le marché, exploite au maximum les ressources et assume son risque. Par contre, l'augmentation de la capitalisation boursière n'a aucun impact sur la valeur des actionnaires dans les entreprises

## Conclusion générale

---

marocaines. Cela implique que la taille grande des entreprises n'explique pas nécessairement la création de la richesse des actionnaires.

Les résultats de cette étude confirment que la valeur actionnariale, la rentabilité des entreprises, la capitalisation boursière, la politique financière et celle de dividendes sont toutes reliées.

Les conclusions tirées du cas algérien contredisent la littérature empirique. Normalement, le cours boursier reflète à tout moment la performance de l'entreprise cotée. Mais, en Algérie, ce n'est pas le cas. Les entreprises cotées à la bourse d'Alger ont des rentabilités de plus en plus élevées au fil des années, mais les cours boursiers se sont dépréciés. Ceci est dû au mécanisme de fixing adopté par la bourse d'Alger, emprunté au système néerlandais. Le fixing est un système de cotation continue : les actions sont évaluées une à deux fois par jours en fonction de l'offre et de la demande sur le marché. Ce mécanisme n'est pas adéquat au système algérien car il contribue à renforcer la dichotomie entre la rentabilité d'une entreprise et la valeur de son action, et donc avec la valeur actionnariale. En particulier, les intermédiaires en opérations de bourse (IOB) ne jouent pas leur rôle et ne contrôlent pas les dysfonctionnements du marché.

Sur la base de ces conclusions ci-dessus, la politique de l'entreprise devrait viser à améliorer ou à créer de la valeur pour les actionnaires grâce à l'amélioration de la rentabilité puisque tous les indicateurs de cette dernière sont liés d'une façon significative à la création de valeur actionnariale et même à la politique de distribution de dividendes où les entreprises devront se concentrer sur le développement et l'adoption de politiques de dividendes efficaces pour pouvoir créer de la valeur aux actionnaires.

En outre, cette approche de la création de la valeur actionnariale nécessitera des politiques qui font des emprunts pas cher et assurer un équilibre raisonnable entre le risque et le rendement. Finalement, les politiques futures adoptées par les entreprises devraient se concentrer sur les stratégies qui favorisent la croissance, l'expansion et l'amélioration de la performance qui rend les entreprises capables de affronter la concurrence intensive.

La maximisation de la richesse des actionnaires n'est pas le seul but de l'entreprise. Les intérêts des autres parties prenantes (clients, créanciers, fournisseurs, salariés, l'Etat) doivent également être pris en considération parce qu'ils sont aussi importants que ceux des actionnaires. Il convient donc de considérer l'entreprise comme un nœud de contrat dont chaque partie cherche à tirer le maximum d'avantages. Dans ce contexte, les

## Conclusion générale

---

dirigeants doivent arbitrer entre les intérêts divergents des différentes parties prenantes de l'entreprise.

Créer de la valeur aux actionnaires nécessite d'avoir toujours plus de clients satisfaits avec de bons produits, développés par des employés motivés et de qualité, en liaisons avec les meilleurs fournisseurs tout en respectant les réglementations dictées par l'Etat.

La maximisation de la valeur actionnariale nécessite une vision à long terme pour ne pas perdre la confiance des actionnaires de l'entreprise. Cette maximisation de la valeur actionnariale mérite d'avoir une politique de dividende en croissance régulière et aussi les rachats d'actions dans le cas où l'entreprise ne dispose pas de projets d'investissement suffisamment rentables.

Les conclusions tirées de cette étude doivent encourager de nouvelles recherches complémentaires, en termes de valeur actionnariale, en intégrant des variables non prises en compte ici, comme les rachats d'actions qui sont généralement considérés comme un facteur déterminant de la création de la valeur actionnariale. C'est une autre solution pour les entreprises car ils peuvent être plus flexibles que les dividendes.

Enfin, nous insistons sur la difficulté du sujet due en grande partie à la non publication des données, notamment celles des entreprises des pays arabes. A l'heure où la transparence est de mise, nos pays ne disposent pas de banques de données relatives à l'information sur les différentes entreprises. Cette situation nous a conduit à faire des investigations entreprise par entreprise ce qui nous a valu beaucoup de temps. Aussi, les quatre entreprises prises pour le cas algérien semblent être non représentatives. Nous répondons à cette lacune en disant que la bourse d'Alger ne compte que ces entreprises.



# Bibliographie

### **Bibliographie :**

- Abarbanell. J. et Bushee. B. 1997, « Fundamental analysis, future earnings and stock prices », *Journal of Accounting Research*, Vol 35, pp 1-24.
- Al Matarneh. F. G. 2009, « Financial list analysis: Applied and theoretical introductions », Dar Al Masira.
- Albouy. M, Schatt. A. 2010, « La politique de dividendes permet-elle de discipliner les dirigeants? », *Cahier du Fargo* n° 1100603.
- Albouy. M. 2003, « les grands auteurs en finance », Editions EMS, Paris.
- Albouy. M., 1990, « La politique de dividendes des entreprises », *Revue d'économie Financière*, N° 12-13, PP 204 – 251.
- Albouy. M., 2010, « la politique de dividende permet-elle de discipliner les dirigeants? », *Cahier de recherche* n° 2010-05 E2, Centre d'étude et de recherche appliquée à la gestion, Grenoble.
- Allen F. et Michaelly, R., 2003, « Payout policy », *Handbook of The Economic of Finance*, Vol 1, PP 337 – 429.
- Altaman. E. I., 1986, « Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy », *Journal of Finance*, Vol 23, N°4, pp 589 – 609.
- Altman. E I., 1984, « A further empirical investigation of the bankruptcy cost question », *Journal of Finance*, Vol 39.
- Amenc. C., Le sourd. V., 2002, « Théorie du portefeuille et analyse de sa performance », Edition Economica, France.
- Anggraini. R. R, Setiawati. L, Desembriato. D., 2004, « The role of fundamental analysis and financial statements on economic crisis in Indonesia », *National Symposium on Accounting*. Indonesia.
- Arregle. J-L, Ghertman. M, Grand. B, Rousseau. P., 2000, « Les nouvelles approches de la gestion des organisations », Editions Economica, Paris
- Artus. P et Debonneuil. M. 2000, « Crises, recherché de rendement et comportements financiers: L'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques », *Architecture Financière Internationale*, pp 55 – 96.

## Bibliographie

---

- Asogwa. R. C. 2009, « Measuring the determinants of value creation for publicly listed Banks in Nigeria: A random effects probit (REP) model analysis », Paper for presentation at the 14th annual conference on economic modelling for Africa, 8-10 July, Garki, Abuja.
- Athanasoglou. P. P., Brissimis. S. N. et Delis. M. D. 2005, « Bank – specific, industry – specific and macroeconomics determinants of bank profitability», Bank of Greece Working Paper, Vol 25, June.
- Badot. O., 1997, « Théorie de l'entreprise agile, Edition l'Harmattan, Paris.
- Baker. B. et Wurgler. J. 2002, « Market timing and capital structure», Journal of Finance, Vol 57, pp 1 – 32.
- Baker. H. K. et Gallagher. P. L., « Management's view of stock splits », Financial Management, Vol 9, N° 2, pp 73 – 77.
- Banz. R. W. 1981, « The relationship between return and the market values of common stocks», Journal of Financial Economics, Vol 14, pp 3 – 18.
- Basu. S. 1983, « The relationship between earnings yield, market value and return for NYSE common stocks », Journal of Financial Economics, Vol 12, N°1, pp 129 – 156.
- Bataille. E. et Durant. D., 2005, « Mesures de la rentabilité des entreprises», Bulletin de la Banque de France, N° 134, pp 27 – 51.
- Bellalah. M. « Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence des coûts d'information », sur le site : [www.cereg.dauphine.fr](http://www.cereg.dauphine.fr).
- Ben Naceur. S, Goaied. M. 2001, « The determinants of the Tunisian deposit banks' performance », Applied Financial Economics, Vol 11, N° 3, pp 317 – 319.
- Ben Naceur. S, Goaied. M. 2005, « The determinants of commercial banks interest margin and profitability: Evidence from Tunisia, Journal of Frontiers in Economics and Finance.
- Ben Naceur. S, Goaied. M. 2007, « The value creation process in the Tunisian stock exchange », API/WPS 9903, Tunisia.
- Ben Naceur. S. 2003, « The determinants of the Tunisian banking industry profitability: Panel evidence”, Working Paper, pp 1 – 17.

## Bibliographie

---

- Benartzi, s., Michaely, R., et Thaler, R., 1997, « Do changes in dividends signal the future or the past? » *Journal Of Finance*, Vol 52, N°3, PP 1007 – 1043.
- Benhmade. B., 1983, « La politique de distribution des dividendes », *Revue Gestion et Société*, N° 10, Casablanca, Maroc, PP 8 - 21
- Berger. A. 1995, « The relationship between capital and Earning in banking », *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol 27, pp 404 – 431.
- Berk. J. « A critique of size related anomalies», *Review of Financial Studies*, Vol 8, pp 275 – 286.
- Berk. J. et De Marzo. P., 2011, « Finance d'entreprise », Edition Pearson Education, France.
- Bhaduri, S. N., 2002, « Determinants of capital choice: A study of the Indian corporate sector», *Applied Financial Economics*, Vol 12, N° 9, pp 655 – 665.
- Bhandari. L. C., 1988, « Debt/Equity and expected common stock return: Empirical evidence», *Journal of Finance*, Vol 43, pp 507 – 528.
- Bhattacharya. S. 1979, « Imperfect information dividend policy and the bird in the hand fallacy », *Belle Journal of Economics*, Vol 10, n°1, pp. 259 – 270.
- Black F. et Scholes, M., 1974, « The effects of dividend yield policy on common stock princes and returns», *Journal of Financial Economics*, Vol 1, pp 1 – 22.
- Bogliolo. F., 2000, « La création de valeur », Editions D'organisation, France.
- Bogue. M. C. et Buffa. E. 1984, « Corporate strategic analysis », New York, The Free Press.
- Bourbonnais. R, 2009, « Econométrie : Manuel et exercices corrigés », Dunod, 7<sup>e</sup> édition, Paris.
- Bourdieu. J. et Colin-Sédillot. B., 1993, « Structure du capital et coût d'information : Le cas des entreprises française à la fin des années quatre-vingts », *Economie et Statistique*, N° 268-269, pp87-100.
- Bourk. P., 1989, « Concentration and other determinants of bank profitability in Europe, North America and Australia», *Journal of Banking and Finance*.

## Bibliographie

---

- Branch. B. et Gale. B. 1983, « Linking stock price performance to strategy formulation», *Journal of Business Strategy*, pp 40 – 50.
- Branch. B. et Gale. B. 1984, « Allocating capital more effectively», *Sloan Management Review*, pp 21 – 31.
- Brennan, M.J., 1971, « Taxes, market valuation and financial Policy», *National Tax journal*, Vol 23, PP 417 – 429.
- Bua. M, Girard. P, Pujol. T, Redondo. P., 1989, « La politique de distribution de dividendes (1982 – 1986) », *Economie et Prévision*, N° 88 – 89, pp 57 – 72.
- Buzzell. R. D et Gale. B. T., 1987, « The PIMS principals: Linking strategy to performance», New York, Free Press.
- Cai, J. et Zhang, Z., 2011, « Leverage change, debt overhang and stock prices », *Journal of Corporate Finance*, Vol 17, pp 391 – 402.
- Champarnaud. F., 2000, « Création de la valeur actionnariale et communication financière», *Bulletin COB n° 346*.
- Chan. L. et Chan. N, 1991, « Structural and return characteristics of small and large firms », *Journal of Finance*, Vol 46, pp 1467 – 1484.
- Charreaux. G. et Pitol-belin. J.P., 1990, « Le conseil d'administration », Editions Vuibert, Paris.
- Charreaux. G., 1998, « Le point sur la mesure de performance des entreprises », *Revue Banque & Marchés*, Mai-Juin, N° 34.
- Charreaux. G., 1999, « La théorie positive de l'agence : Lecture et relecture », Editions Economica, Paris.
- Cherif. M, Dubreuil. S., 2005, « Création de valeur et capital-investissement », Pearson Education, France, Juillet.
- Chkoundali. R., 2005, « Introduction à l'économie », Institut supérieur de gestion, Université de Tunis.
- Choret. G, Lusztig P. et Shawb. B., 1990, « Gestion financière », Edition du Renouveau Pédagogique, 2ème édition, Montréal.

## Bibliographie

---

- Clarkson. G. et Elliott. B., 1966, « Managing money and finance », cité dans: Bellalah. M., « Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence des coûts d'information », sur le site : [www.cereg.dauphine.fr](http://www.cereg.dauphine.fr), p 5.
- Coudert. V., 2009, « Théorie financière de l'entreprise », Université de Paris X, Quest Nanterre, La Défense, France.
- Darmangeat. C., « Introduction à l'analyse économique », université de Paris 7, sur le site : [www.pise.info/eco](http://www.pise.info/eco).
- De Angelo, H et De Angelo, L., 2006, « The irrelevance of the MM dividend irrelevance Theorem », *Journal of Financial Economics*, Vol 79, PP 293 – 315.
- De Angelo, H et Masulis, R., 1980, « Optimal capital structure under corporate and personal taxation », *Journal of Finance Economics*, Vol8, N°1, pp 3 – 29.
- De La Chapelle. P., 2004, « L'évaluation des entreprises », *Economica*, 2<sup>ème</sup> édition, Paris.
- Dequiedt. V, 2009 « Grands courants de la pensée économique contemporaine, Université d'Auvergne-Clemon-Ferrand1.
- Derkaoui. B, 2001, « Le groupe SAIDAL et ses perspectives de développement », sur le site : [www.us-algeria.org](http://www.us-algeria.org).
- Di Mitropoulos. P. et Asteriou. D. 2009, « The value relevance of financial statements and their impact on stock prices; Evidence from Greece », *Managerial Auditing Journal*, Vol 24, N° 3, pp 248 – 265.
- Dorbes. H., 2005, « les modèles de valorisation d'une PME », ACTING-Finances (Direction financière à temps partagé), France.
- Dufour, D. et Molay, E., 2010, « La structure financière des PME françaises : Une analyse sectorielle sur données de panel », *Crises et Nouvelles Problématique De La Valeur*, France.
- Dumontier. P., 1984, « Dividendes et information des actionnaires : Le comportement des entreprises et la création du marché parisien », Thèse de 3e cycle en sciences de gestion, Université de Grenoble II.
- Dunne. T. Robert. T. et Samuelson. L. 1989, « The growth and failure of U.S manufacturing plants », *Quarterly Journal of Economics*, Vol 104, N0 4, pp 671 – 698.

## Bibliographie

---

- Durand D., 1952, « Cost Of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement », *Research in Business Finance*, National Bureau of Economic Research, p 215-262.
- Eades. K. M., 1982, « Empirical evidence on dividends as a signal of firm value », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Easterbook. F. H., 1984, « Two agency cost explanations of dividends », *The American Economic Review*, Vol 74, N°4, pp 650 – 659.
- Enke. E. 1950, « Intermediate economy theory », Working Paper, New York.
- Fadil. N., 2005, « Introduction en bourse, conduite et performance des moyennes entreprises françaises : Une étude empirique », *Cahier de recherche n°22*, Ecole de management de Normandie.
- Fama, E., 1980, « Agency problems and the theory of the firm », *The Journal of Political Economy*, Vol 88, N° 2, pp 288 – 307.
- Fama, E., French, K., 2005, « Financing Decisions: Who issues stock? », *Journal of Financial Economics*, Vol 76, pp 549 – 582.
- Fernandez. P., 2001, « A definition of shareholder value creation », IESE Business School, Madrid, Spain, April.
- Fernandez. P., 2003, « Equivalence of ten different methods for valuing by cash flow discounting », IESE Business School, University of Navarra, Spain.
- Fiordelisi. F, Molyneux. P., 2006, « How Do Banks Make Money for their Owners? An Analysis of the Determinants of Shareholder Value Creation in European Banking », *Journal of Banking & Finance*.
- Fiordelisi. F, Molyneux. P., 2010, « The determinants of shareholder value efficiency in European Banking », *Journal of Banking & Finance*, Vol 34, pp 1189 - 1200.
- Fiordelisi. F. 2007, « Shareholder value efficiency in European Banking », *Journal of Banking & Finance*, Vol 31, pp 2151 - 2171.
- Fujita. M. et Thisse. J. F., 2003, « Globalization and the evolution of the supply chain: Who gains and who loses? », *CORE Discussion Papers*, Université catholique de Louvain, pp 1 – 29.

## Bibliographie

---

- Gabillon, E., 2000, « Structure financière optimale et sensibilité informationnelle des titres », *Annales d'Economie et de Statistique*, N° 58, pp 57 – 99.
- Goddard. J, Molyneux. P, Wilson. J., 2004, « The profitability of European banks: a cross-sectional and dynamic panel analysis », *The Manchester School*, Vol 72, N° 3, pp 363 – 381.
- Gordon. M. J, Shapiro. E., 1956, « Capital equipment analysis: The required rate of profit », *Management science*, vol3, October.
- Graham B. et Dodd D., 1951, « Securities analysis: principals and techniques », New York. Mc Graw-Hill.
- Grandin. P., 1998, « Mesure de performance des fonds d'investissement : Méthodologie et résultat », *Economica*, Paris.
- Grinblat. M., Masulis. M. et Titman. S., 1984, « The valuation of stock splits and stock dividends », *Journal of Financial Economics*, Vol 13, pp 461 – 490
- Grossman S.J. et Hart. O. D., 1980, « Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation », *Bell Journal of Economics*, Vol 11, pp 42 – 54.
- Handley, L.P., 2007, « Large Sample Properties of generalized method of moments estimations », *Econometrica*, Vol 50, PP 1029 – 1054
- Harris, M. et Raviv, A., 1990, « Capital structure and the information role of debt », *Journal of Finance*, Vol 45, N°2, pp 321 – 349.
- Harvey, C., Lins, K., Roper, A., 2004, « The effect of capital structure when expected agency costs are extreme », *Journal of Financial Economics*, Vol 74, pp 3 – 30.
- Hax, A, C et Majluf, N, S., 1984, « Strategic management: An integrative perspective », Englewood Cliffs, NJ, Prentice Hall.
- Hirigoyen. G et Caby. J., 2001, « La création de valeur de l'entreprise », *Editions Economica*, 2<sup>ème</sup> édition, Paris.
- Hirigoyen.G, Caby. J, 1998, « Histoire de la valeur en finance d'entreprise », *Cahier de recherche N°1*, Institut de recherche en gestion des organisations, Université de Montpellier, France.



## Bibliographie

---

- Hoarau. C., 2000, « Modèles d'évaluation stratégiques et facteurs explicatifs de la création de valeur pour l'actionnaire », IAE de Paris, GREGOR, N° 6, université Paris1, Panthéon, Sorbonne, pp 1 – 26.
- Hobarth. M. L., 2006, « Modeling the relationship between financial indicators and company performance: An empirical Study for listed companies », Dissertation Vienna University of Economics and Business Administration, France.
- House, W. C. et Benefield, M. E., 1995, « The impact of sales income growth on profitability and market value measures in actual and simulated industries», development In Business Simulation and Experimental exercises, Vol 22, pp 56 – 62.
- Hsu. C. C. et Boggs. D. J., 2003, « Internationalization and performance: Traditional measures and their decomposition », *Multinational Business Review*, Vol 11, N° 3, pp 23 – 49.
- Irungu. P., 2013, « Effect of financial performance indicators on market price of shares in commercial banks of Kenya», *International Journal of Management and Business Studies*, Vol 3, N°3, pp 72 – 77.
- Jacot. H., 1998, « Les figures de l'entreprise», Edition la découverte, Paris.
- Jacquillat. B, Solnik. B., 2002, « Marchés financiers : Gestion de portefeuille et des risques», Dunod 4e édition, France.
- Jalaja. K.R, 2010, « Shareholder Value Creation in India: A Sectorial Analysis », All India Commerce Conference to be held at Goa University, Goa on Oct 1-3.
- Jaquier. B., 2002, « Une Structure Financière Optimale Existe-Elle ? », EHL-FORUM, N°1. Ecole Hôtelière de Lausanne (Switzerland).
- Jaunet. P., 2002, « La création de valeur: Approche financière ou managériale? », *Penser l'entreprise*, N°3, Janvier.
- Jensen, M. et Warner, J B., 1988, « The distribution of power among corporate managers, shareholders and directors », *Journal of Financial Economics*, Vol 20, N° 1-2, pp 3 – 24.
- Jensen. M. C., 1986, « Agency costs of free cash flow: corporate finance and takeovers », *American Economic Review*.

## Bibliographie

---

- Jensen. M.C., Meckling. W.H., 1976, « Theory of firm: Managerial behavior agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, vol3, October, pp 305 – 360.
- John K. et Williams J., 1985, « Dividend distribution and taxes: A signaling equilibrium », *Journal Of Finance*, Vol 40, N°4, September, PP 1053 – 1069.
- Johnson. J. Bladwin. J. et Hinchley. C., 1997, « Les jeunes entreprises montantes: Se donner les moyens de survivre et de croître », *Statistique Canada, Division de l'analyse microéconomique, Ministère de l'industrie*.
- Johnson. R. et Soenen. L., 2003, « Indicators of successful companies », *European Management Journal*, Vol 21, N°3, PP 364 – 369.
- Kabajeh. M. Al Nu'aimet. S. et Damash. F., 2012, « The relationship between the ROA, ROE and ROI ratios with Jordanian insurance public companies market share prices », *International Journal of Humanity and Social Science*, Vol 2, N°2, pp 115 – 120.
- Kalay A., 1980, « Signaling information content and the reluctance to cut dividends », *Journal of Financial and quantitative Analysis*, Vol 15, N°4, PP 855 – 863
- Kalay. A. 1982, « Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints », *Journal of Financial Economics*, Vol 10, N° 2, pp 211 – 233.
- Kartobi. S E., 2013, « Les déterminants de la structure financière et réaction du marché boursier aux décisions de financement : Cas des sociétés marocaines cotées à la bourse des valeurs de Casablanca », *Thèse de Doctorat en science de gestion, Université Cady Ayyad, Maroc*.
- Kebewar. M., 2012, « L'impact de l'endettement sur la profitabilité: Une étude empirique sur données françaises en panel », *Working Paper, Université d'Orléans, Faculté de droit, d'économie et de gestion*.
- Kerzabi. A., 2005, « Surplus économique et entreprise », *Thèse de Doctorat d'état en sciences de gestion, Université des sciences économiques, commerciales et de gestion, Faculté de Tlemcen*.
- Khan. W, Naz. M, Qaiser Khan. W. K. et Ahmed. S., 2013, « The impact of capital structure and financial performance on stock returns: A case of Pakistanian textile industry », *Middle-East Journal of Scientific Research*, Vol 16, N°2, pp 289 – 295.

## Bibliographie

---

- Kheladi. M., 2004, « Introduction à l'économie politique », l'office des publications universitaires, Alger.
- Kit. M. M. et Wang. K., 2009, « Predictability of Hong Kong stock returns of using gearing ratio », Working Paper, Simon Fraser University.
- Korankye. T. 2013, « Determinants of shareholder value creation of listed banks in Ghana », International Journal of Empirical Finance, Vol 1, N°1, pp 7 – 12.
- Krueger . C. A., 1992, « Spotting profits and problems with ROA », Business, January – March.
- Lam. K., 2002, « The relationship between size, Book-To-Market Equity ratio, Earning-Price-Share ratio and return of the Hong Kong stock market », Global Finance Journal, Vol 2, pp 163 – 179.
- Lapointe. M-A, 1995, « Risque, réputation et signalisation par le dividende », Thèse de Doctorat en Gestion, Université de Sherbrooke (Québec), Canada.
- Laviale. C., 2005, « Cours d'introduction à la science économique », CL, France, p 27 – 64.
- Leary, M. et Roberts, M R., 2010, « The pecking order capacity and information asymmetry », Journal of Financial Economics, Vol 95, pp 332 – 355.
- Leland, H. et Pyle, D., 1977, « Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation », The Journal of Finance, Vol 32, N°2, pp 371 – 387.
- Lemon, M L. et Zender, J F., 2004, « Debts capacity and capital structure theories », Working Paper, University of Utah.
- Lessat. V. et Woywode. M., 2001, « Les facteurs de succès des entreprises à croissance rapide en Allemagne », Revue internationale PME, VOL 14, N° 34, Université de Québec Trois-Rivières.
- Levasseur, M. et Olivaux, J., 1986, « Financement et fiscalité : Faut-il mettre en réserve ou d'endetter ? », Cahier de recherche, N° 8602, Centre de recherche sur la gestion, Université Paris IX Dauphine.
- Levy-Garboua. V. et Maarek. G., 1995, « La dette, le boom, la crise », Edition Economica, France.

## Bibliographie

---

- Lewellen. W., 1981, « On the latter of party among financial obligation», *Journal of Finance*, Vol 36, pp 97 – 111
- Linter J., 1956, « Distribution of incomes of Corporations among dividends, Retained Earnings and Taxes », *American Economic Review*, Vol 46, pp 97 – 113
- Litzenberger, R et Ramasway k., 1979, «The effects of personal taxes and dividends on capital assets prices: Theory and empirical evidence », *Journal Of Finance Economics*, Vol 1, PP 163 – 195.
- Lu. J. W. et Beamish. P. W., 2001, « The internationalization and performance of SMEs », *Strategic Management Journal*, Vol 22, N°7, pp 565 – 587.
- Malecot. J. F., 1984, « Risque de faillite, coût de faillite et structure de capital : Réexamen et nouvelles propositions », *Economie es société*, Tome 18, Paris, France.
- Malecot. J. F., 1985, « Structure du capital et hypothèse de compensation : Un point de vue critique », *Finance*, Vol 6, N° 1, pp 7 – 21.
- Margaritis, D. et Psillaki, M., 2010, « Capital structure, equity ownership and firm performance », *Journal of Banking and Finance*, Vol 34, pp 621 – 632.
- Martani. D. et Munaiseche. R. R., 2008, « Factors affecting profitability of multi-finance company in Indonesia », *Working Paper*, University of Indonesia.
- Mattoussi, H., 1991,« L'endettement des entreprises : fondements théoriques et comportement empirique des entreprises tunisiennes », *Thèse de Doctorat d'Etat*, Université de Tunis.
- Miller M.et Rock R., 1985, « Dividend policy and asymmetric information », *Journal Of Finance*, Vol 40, N°4, September, PP 1031 – 1051.
- Miller, M, H., 1977, “Debt and Taxes”, *Journal of Finance*, Vol 32, pp 261 – 275.
- Miller, M.et Scholes, M., 1978, « Dividends and taxes », *Journal of Financial Economics*, Vol 6, pp 233 – 264
- Modigliani. F, Miller. M. H., 1961, « Dividend policy, growth and the valuation of shares», *Journal of business*, Vol 34, n°4.
- Modigliani. F, Miller. M. H., 1963, « Corporate income and the cost of capital: a correction», *American Economic Review*, Vol 53, n°3, pp 433 - 443.

## Bibliographie

---

- Modigliani. F. et Miller. M., 1958 « The cost of capital, corporate finance and the theory of investment », *American Economic Review*, Vol 48, pp 261-297.
- Molay, E., 2005, « La structure financière du capital : Tests empiriques sur le marché français », *Finance Contrôle et Stratégie*, Vol 8, N° 4, pp 153 – 175.
- Mottis. N et Ponsard. J-p., 2000, « Création de valeur et politique de rémunération : enjeux et pratiques », *Annales des Mines*, France, Juin.
- Muradoglu. G. et Sivaprasad. S. 2007, « An empirical analysis of capital structure and abnormal returns », *Working Paper Series*, CAS Business School, pp 1 – 46.
- Muradoglu. G. et Whittington. M., 2001, « Predictability of UK stock returns by using debt ratios», *Working Paper*, CUBS Finance, N°5
- Myers, S C., 1984, « The capital structure puzzle”, *Journal of Finance*, Vol 39, pp 575 – 592.
- Myers, S. et Majluf, N., 1984, « Corporate financing and investment decisions when firms have Information that investors do not have », *Journal of Financial Economics*, Vol 13, N° 2, pp 187 – 221.
- Myers. S. C., 1977, « Determinants of corporate borrowing », *Journal of Financial Economics*, Vol 4, N°2, pp 147 – 175.
- Nano. G., 2003, « Compétitivité, rentabilité, productivité, emploi ... face à la variété des critères de performance», *Revue internationale des relations de travail*, Vol 1, N° 4, pp 84 – 124.
- Oladele. K. O., 2013, « The determinants of value creation in the Nigerian banking industry: Panel evidence », *International Journal of Business and Social Science*, Vol 4, N° 3, pp 89 – 101.
- Pandey. I. M, 2005, « What drives Shareholder value? », *Working Paper*, Indian Institute of Management, Ahmedabad, India.
- Paranque. J. J., 1994, « Compétitivité et rentabilité des entreprises industrielles», *Collection entreprises*, Banque de Fiance.
- Perrin. J., 2001, « Remettre la valeur au cœur des débats en sciences économiques », *Political Economy*, France.

## Bibliographie

---

- Peters. T. et Waterman. R., 1982, « In search of excellence: Lessons from America's best run companies », Harper Collins Publishers, London.
- Peyrard. J., 2000, « La bourse », Vuibert, 9<sup>e</sup> édition, Paris.
- Plihon. D., 2002, « Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance », Rapport du Commissariat Général au Plan, Septembre, France.
- Poincelot. E., 1997, « Information asymétrique et choix financiers: Une note critique », FINECO, Vol 7.
- Poulain-Rehm. T., 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, 2005.
- Quesnay. F., 1988, « Tableau économique des physiocrates », ENAG, Alger.
- Rappaport. A. 1981, « Selecting strategies that create stockholder value », Harvard Business Review, May - June.
- Rappaport. A. 1986, « Creating shareholder value », The free press, New York.
- Rochon. O., 2009, « La philosophie morale dans l'œuvre d'Adam Smith : Retour sur la DAS Adam Smith Problem », Mémoire présenté comme exigence partielle de la maîtrise en économie, Université du Québec, Montréal, Canada.
- Ross. S., 1977, «The determination of financial structure: The incentive signaling approach», Bell Journal of Economics, Vol 8, pp 23 – 40.
- Rowe. A. J et Mason. R. O., 1987, « Strategy management: A methodological approach », Reading, Mass, Addison-Wesley.
- Rozeff. M. S., 1982, « Growth, beta and agency costs determinants of dividend payout ratios », The Journal of Financial Research, Vol 15, pp 249 – 259.
- Rubinstein, M., 1976, « The valuation of uncertain income streams and the pricing of options », Bell Journal of Economic and Management Science, Vol 7, PP 407 – 425.
- Rubner. A., 1966, « The ensnared shareholder: directors and the modern corporation », cité dans: Bellalah. M., « Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence des coûts d'information », sur le site : [www.cereg.dauphine.fr](http://www.cereg.dauphine.fr), p 5.

## Bibliographie

---

- Ruigrok. W. et Wagner. H., 2003, « Internationalization and performance: An organizational learning perspective », *Management International Review*, Vol 43, N°1, pp 63 – 83.
- Salehnejad. H. et Brave. H., 2010, « How ROA rate of return equity, financial leverage enhancing, equity securities of company listed in Tehran », *Journal of Management*, Vol 7, N° 18.
- Schatz. A., 2012, « L'individualisme économique et sociale », Institut COPPET, Paris.
- Selehi. M, Valipor. H, Youcefi. Z., 2011, « A study of value creation criteria: A Iranian scenario », *African journal of business management*, Vol 5, N° 10.
- Severin. E., 2002, « L'endettement des entreprise : Incidence sur la valorisation des firmes », e-theque.
- Shih. C, Zhang. Q. et Lin. M., 2007, « Comparing the performance of Chinese banks; A principal component approach », *China Economic Review*, Vol 18, N° 1, pp 15 – 34.
- Song, K., 2009, « Does Debt Market Timing Increase Firm Value? », *Applied Economics*, Vol 41, pp 2605 – 2617.
- Sparta. F., 2005, « Influence ROE, EPS, OCF on stock prices in manufacturing industries Jakarta Stock Exchange », *Journal of Accounting*, Vol 8, N°1
- Taani. K. et Hassan Hamed Banykhaled. M., 2011, « The effect of financial, ratios, firm size and cash-flows from operating activities on earning per share: An applied study on Jordanian industrial sector », *International Journal of Social Science and Humanity Studies*, Vol 3, N° 1, pp 197 – 205.
- Thauvron. A., 2007, « Evaluation d'entreprise », Editions Economica, 2<sup>e</sup> édition, Paris.
- Trabelsi, A., 2006, « Les déterminants de la structure du capital et les particularités de financement dans les PME : Une étude sur données françaises », Thèse de Doctorat en sciences de gestion, Université Pari IX Dauphine. France, Décembre.
- Vettori. G., 2000, « Les économies d'échelle: Du concept à l'application, le secteur bancaire suisse », *Cahiers de recherche*, Université de Genève.
- Walsh. F. J., 1987, « Measuring business unit performance », *National Industrial Conference Research Bulletin*; N° 206, New-York.

## Bibliographie

---

Watts, R., 1973, « The information content of dividends », Journal of Business, Vol 46, N°2, PP 191 – 211

Williams. J. B., 1938, « The theory of investment value », Harvard university press, Cambridge.

Wongchaiwat. P., 2011, « Politique de dividendes des entreprises sur les marchés émergent d'Asie. Thèse de Doctorat en sciences économique. Université Paris I-Panthéon Sorbonne.

Zouari, K., 1989, « Effet-clientèle et politique financière de l'entreprise : Etude théorique et empirique », Thèse de Doctorat en sciences de Gestion, Université de Rennes 1.

### **Les sites web utilisés :**

[www.allianceassurances.dz](http://www.allianceassurances.dz)

[www.bvmt.com.tn](http://www.bvmt.com.tn)

[www.casablanca-bourse.com](http://www.casablanca-bourse.com)

[www.cosob.org](http://www.cosob.org)

[www.el-aurassi.com](http://www.el-aurassi.com)

[www.rouibaenbourse.com](http://www.rouibaenbourse.com)

[www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)



# Annexes

## Annexe A - 1 : Le modèle de Lintner

Lintner a formulé un modèle dans lequel il essaye d'expliquer la politique de distribution de dividende adoptée par certains dirigeants. Son modèle est fondé sur des questionnaires réalisés avec entreprises américaines.

Pour une année donnée  $t$  et une entreprise  $i$ , le niveau cible de dividendes,  $D_{i,t}^*$  dépend des bénéfices nets actuels,  $E_{it}$ , et du taux de distribution désiré  $r_i$  :

$$D_{i,t}^* = r_i E_{it}$$

L'entreprise s'adapte partiellement pour atteindre le niveau cible de dividende :

$$D_{i,t} - D_{i,t-1} = a_i + c_i (D_{i,t}^* - D_{i,t-1}) + u_{it}$$

Avec :

$a_i$  : une constante ;

$c_i$  : la vitesse d'ajustement qui tend à rappeler le ratio de distribution cible vers celui de l'année précédente, avec  $0 \leq c_i \leq 1$  ;

$D_{i,t} - D_{i,t-1} = \Delta D_{it}$  : variation de dividendes ;

$D_{i,t}^*$  : le ratio de distribution désiré ;  $D_{i,t-1}$  : le ratio de distribution de l'année précédente ;

$u_{it}$  : le terme d'erreur.

Les tests de Lintner montrent que ce modèle explique environ 85% des variations des dividendes. La vitesse d'ajustement  $c_i$  est de 30% par an et le ratio de distribution désiré est de 50%.

Il montre que les politiques de dividendes des sociétés sont très variées, néanmoins, il existe des dénominateurs communs dans les réponses figurants sur les questionnaires, ce qui a permis de dégager les conclusions suivantes : 1) Les dirigeants s'intéressent beaucoup plus au taux de distribution qu'au montant du dividende. 2) La plus part des dirigeants évitent de changer ce taux s'ils sont incertains de le conserver sur le moyen et le long terme. 3) Les exigences de la politique d'investissement n'influencent pas en général la politique de distribution de dividende.

Le modèle de Lintner présente quelques insuffisances puisqu'il ignore les dépendances croisées entre l'entreprise et les différentes politiques de dividendes des entreprises. C'est la raison pour laquelle l'entreprise se réfère à la politique de dividendes des autres entreprises, pour calibrer sa propre politique et établir son ratio désiré de distribution.

## Annexe A - 2 : Le Q de Tobin

Le Q de Tobin (James Tobin, 1969) est le rapport de la valeur boursière de l'entreprise à son capital au coût de remplacement.

$$Q = \frac{\text{Valeur boursière de l'entreprise}}{\text{Valeur de remplacement du capital}}$$

Un Q supérieur à 1 révèle que le marché anticipe une profitabilité de l'investissement au-delà de son coût. Au contraire, si le ratio Q est inférieur à 1, le marché anticipe une profitabilité de l'investissement inférieure à son coût. Dans cette situation, les actionnaires doivent revendre les équipements existants à leur coût de remplacement. Si ceci n'est pas possible, il convient au moins de ne plus investir, et d'amortir progressivement le capital existant.

Le Q de Tobin n'est calculable que pour les entreprises cotées. Il suppose que les marchés financiers sont parfaits. En effet, si la valeur boursière d'une entreprise ne correspond pas à sa valeur réelle, par exemple, en présence d'une bulle spéculative, alors les résultats seront faussés, ce qui rend cette technique inutilisable.

### Annexe A - 3 : Le modèle de Fama et French

Le MEDAF est toujours considéré comme un bon modèle d'évaluation des actifs financiers et il est couramment utilisé. C'est le modèle où le risque systématique du marché est le seul facteur qui affecte l'espérance de rendement. Mais, il y a plusieurs facteurs qui déterminent le rendement tels la production industrielle, indice à la consommation, inflation, etc. l'ajout de ces facteurs additionnels nous permettrait d'améliorer la précision du modèle. La méthode la plus connue est celle de Gene Fama et de Ken French : **le modèle à trois facteurs** (1993). Ils ont ajouté ces trois deux facteurs au MEDAF traditionnel :

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + b_{i1} (R_{m,t} - R_{f,t}) + b_{i2} \text{SMB}_t + b_{i3} \text{HML}_t + \varepsilon_{i,t}$$

Avec :

$R_{m,t} - R_{f,t}$  : rendement supplémentaire espéré lorsque nous investissons les actifs dans un portefeuille diversifié appelé portefeuille de marché.

$\text{SMB}_t$  : différence entre le rendement espéré d'un portefeuille de titre à faible capitalisation et celui d'un portefeuille de titre à forte capitalisation.

$\text{HML}_t$  : différence entre le rendement espéré d'un portefeuille de titre avec un fort rapport Valeur comptable / Valeur de marché et celui avec un faible rapport Valeur comptable / Valeur de marché.

Les effets de SMB ou de HML de l'entreprise peuvent ne pas être des facteurs de risques spécifiques mais la réaction excessive des investisseurs. Le classement des titres en différents groupes peut aussi être lié à des problèmes dans la formation des prix de certains titres.

## Annexe A - 4 : Résultat de la régression stepwise (Maroc)

Dependent Variable: TSR  
 Method: Stepwise Regression  
 Date: 09/08/14 Time: 19:30  
 Sample: 2005 2012  
 Included observations: 496  
 Number of always included regressors: 1  
 Number of search regressors: 4  
 Selection method: Swapwise - Max R-squared  
 Number of search regressors: 4

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
C	92.33599	2.912702	31.70114	0.0000
YIELD	0.534646	0.125465	4.261326	0.0000
ROE	0.094230	0.056954	1.654502	0.0987
R-squared	0.642186	Mean dependent var		105.2500
Adjusted R-squared	0.641170	S.D. dependent var		10.79956
S.E. of regression	10.59144	Akaike info criterion		7.564201
Sum squared resid	53509.24	Schwarz criterion		7.590287
Log likelihood	-1812.408	Hannan-Quinn criter.		7.574455
F-statistic	10.50448	Durbin-Watson stat		2.015363
Prob(F-statistic)	0.000034			

### Selection Summary

Added YIELD  
 Added ROE

\*Note: p-values and subsequent tests do not account for stepwise selection.

## Annexe A - 5 : Résultat de la régression stepwise (Tunisie)

Dependent Variable: TSR  
 Method: Stepwise Regression  
 Date: 09/08/14 Time: 19:56  
 Sample: 2005 2012  
 Included observations: 368  
 Number of always included regressors: 1  
 Number of search regressors: 4  
 Selection method: Swapwise - Max R-squared  
 Number of search regressors: 4

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
C	91.84016	3.377449	27.19217	0.0000
YIELD	0.545500	0.143811	3.793163	0.0002
ROE	0.116522	0.063283	1.841274	0.0664
DEBTS	-1.19E-08	9.95E-09	-1.198489	0.2315
CB	1.54E-09	1.80E-09	0.860344	0.3902
R-squared	0.652650	Mean dependent var		105.1712
Adjusted R-squared	0.642211	S.D. dependent var		10.82058
S.E. of regression	10.58975	Akaike info criterion		7.571144
Sum squared resid	40707.84	Schwarz criterion		7.624243
Log likelihood	-1388.091	Hannan-Quinn criter.		7.592240
F-statistic	5.043506	Durbin-Watson stat		2.101040
Prob(F-statistic)	0.000576			

### Selection Summary

Added YIELD  
 Added ROE  
 Added DEBTS  
 Added CB

\*Note: p-values and subsequent tests do not account for stepwise selection.

## Annexe A - 6 : Résultat de la régression stepwise (Algérie)

Dependent Variable: TSR  
 Method: Stepwise Regression  
 Date: 28/09/14 Time: 16:15  
 Sample: 2009 2014  
 Included observations: 24  
 Number of always included regressors: 1  
 Number of search regressors: 4  
 Selection method: Swapwise - Max R-squared  
 Number of search regressors: 4

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
C	-18.42666	23.25295	-0.792444	0.4379
YIELD	-4.104323	1.567637	-2.618159	0.0169
CB	0.007203	0.004997	1.441353	0.1658
DEBTS	0.003018	0.002674	1.128634	0.2731
ROE	0.206709	0.285361	0.724379	0.4777
R-squared	0.666601	Mean dependent var		1.312500
Adjusted R-squared	0.612201	S.D. dependent var		22.07708
S.E. of regression	20.80171	Akaike info criterion		9.091000
Sum squared resid	8221.514	Schwarz criterion		9.336427
Log likelihood	-104.0920	Hannan-Quinn criter.		9.156112
F-statistic	1.726689	Durbin-Watson stat		2.270486
Prob(F-statistic)	0.185713			

### Selection Summary

Added YIELD  
 Added CB  
 Added DEBTS  
 Added ROE

\*Note: p-values and subsequent tests do not account for stepwise selection.

## Annexe A - 7 : Résultat du test Breusch-Godfrey (Maroc)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	30.292452	Prob. F(2,491)	0.2756
Obs*R-squared	97.995216	Prob. Chi-Square(2)	0.2721

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 10/08/14 Time: 13:01

Sample: 2005 2012

Included observations: 496

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.740589	2.991866	0.247534	0.8046
YIELD	-0.029508	0.128120	-0.230318	0.8179
ROE	-0.003152	0.056390	-0.055893	0.9555
RESID(-1)	0.000813	0.046991	0.017302	0.9862
RESID(-2)	-0.074910	0.046607	-1.607276	0.1087
R-squared	0.197571	Mean dependent var		9.53E-15
Adjusted R-squared	0.186061	S.D. dependent var		10.44531
S.E. of regression	10.47175	Akaike info criterion		7.547660
Sum squared resid	51977.65	Schwarz criterion		7.599832
Log likelihood	-1805.438	Hannan-Quinn criter.		7.568168
F-statistic	0.516981	Durbin-Watson stat		2.216986
Prob(F-statistic)	0.003487			



## Annexe A - 8 : Résultat du test Breusch-Godfrey (Tunisie)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	21.165031	Prob. F(2,361)	0.3131
Obs*R-squared	40.431424	Prob. Chi-Square(2)	0.3063

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 10/08/14 Time: 13:08

Sample: 2005 2012

Included observations: 368

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.989446	3.440133	0.287618	0.7738
YIELD	-0.041676	0.146188	-0.285084	0.7757
ROE	-0.002370	0.062443	-0.037959	0.9697
DEBTS	-4.10E-10	9.88E-09	-0.041508	0.9669
CB	1.99E-10	1.78E-09	0.112085	0.9108
RESID(-1)	0.019304	0.054109	0.356759	0.7215
RESID(-2)	-0.080597	0.053658	-1.502052	0.1340
R-squared	0.109868	Mean dependent var	-1.86E-14	
Adjusted R-squared	0.097152	S.D. dependent var	10.36427	
S.E. of regression	10.43084	Akaike info criterion	7.548910	
Sum squared resid	39168.89	Schwarz criterion	7.633869	
Log likelihood	-1381.000	Hannan-Quinn criter.	7.582664	
F-statistic	0.332866	Durbin-Watson stat	2.275385	
Prob(F-statistic)	0.008750			

## Annexe A - 9 : Résultat du test Breusch-Godfrey (Algérie)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	6.906525	Prob. F(2,17)	0.0064
Obs*R-squared	10.75886	Prob. Chi-Square(2)	0.0046

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 08/11/14 Time: 19:58

Sample: 2009 2014

Included observations: 24

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.106489	18.54990	0.221375	0.8274
YIELD	0.923420	1.256108	0.735144	0.4723
CB	-0.001702	0.004058	-0.419361	0.6802
DEBTS	-0.000842	0.002119	-0.397505	0.6959
ROE	0.063695	0.233467	0.272821	0.7883
RESID(-1)	0.758165	0.215361	3.520440	0.3726
RESID(-2)	-0.517796	0.216027	-2.396905	0.5283
R-squared	0.448286	Mean dependent var		3.72E-15
Adjusted R-squared	0.253563	S.D. dependent var		18.90654
S.E. of regression	16.33460	Akaike info criterion		8.662941
Sum squared resid	4535.927	Schwarz criterion		9.006540
Log likelihood	-96.95530	Hannan-Quinn criter.		8.754098
F-statistic	2.302175	Durbin-Watson stat		2.355135
Prob(F-statistic)	0.082409			

## Annexe A - 10 : Résultat du test Glejser (Maroc)

Heteroskedasticity Test: Glejser

F-statistic	67.77144	Prob. F(2,493)	0.4629
Obs*R-squared	184.7709	Prob. Chi-Square(2)	0.4613
Scaled explained SS	303.5203	Prob. Chi-Square(2)	0.4319

Test Equation:

Dependent Variable: ARESID

Method: Least Squares

Date: 10/08/14 Time: 13:17

Sample: 2005 2012

Included observations: 496

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.031004	1.831628	3.292702	0.0011
YIELD	0.088719	0.078897	1.124491	0.2614
ROE	0.018579	0.035815	0.518739	0.6042
R-squared	0.372522	Mean dependent var		8.200740
Adjusted R-squared	0.367410	S.D. dependent var		6.657160
S.E. of regression	6.660339	Akaike info criterion		6.636448
Sum squared resid	21159.77	Schwarz criterion		6.662534
Log likelihood	-1589.748	Hannan-Quinn criter.		6.646702
F-statistic	0.771441	Durbin-Watson stat		2.130942
Prob(F-statistic)	0.002922			

## Annexe A - 11: Résultat du test Glejser (Tunisie)

Heteroskedasticity Test: Glejser

F-statistic	71.52151	Prob. F(4,363)	0.6976
Obs*R-squared	139.0436	Prob. Chi-Square(4)	0.6944
Scaled explained SS	195.8766	Prob. Chi-Square(4)	0.6684

Test Equation:

Dependent Variable: ARESID

Method: Least Squares

Date: 10/08/14 Time: 13:21

Sample: 2005 2012

Included observations: 368

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.317078	2.108246	2.996367	0.0029
YIELD	0.077774	0.089769	0.866387	0.3869
ROE	0.018434	0.039502	0.466669	0.6410
DEBTS	-6.12E-09	6.21E-09	-0.985666	0.3250
CB	5.50E-10	1.12E-09	0.491026	0.6237
R-squared	0.377836	Mean dependent var	8.200923	
Adjusted R-squared	0.372533	S.D. dependent var	6.594101	
S.E. of regression	6.610254	Akaike info criterion	6.628615	
Sum squared resid	15861.45	Schwarz criterion	6.681714	
Log likelihood	-1214.665	Hannan-Quinn criter.	6.649711	
F-statistic	0.552151	Durbin-Watson stat	2.094790	
Prob(F-statistic)	0.007571			

## Annexe A - 12: Résultat du test Glejser (Algérie)

Heteroskedasticity Test: Glejser

F-statistic	3.006502	Prob. F(4,19)	0.0444
Obs*R-squared	9.302652	Prob. Chi-Square(4)	0.0540
Scaled explained SS	6.755419	Prob. Chi-Square(4)	0.1494

Test Equation:

Dependent Variable: ARESID

Method: Least Squares

Date: 08/11/14 Time: 19:59

Sample: 2009 2014

Included observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.959475	10.50568	0.281702	0.7812
YIELD	1.333140	0.708258	1.882280	0.0752
CB	0.002097	0.002258	0.928783	0.3647
DEBTS	-7.44E-05	0.001208	-0.061581	0.9515
ROE	-0.148752	0.128926	-1.153776	0.2629
R-squared	0.387611	Mean dependent var		15.11222
Adjusted R-squared	0.258686	S.D. dependent var		10.91551
S.E. of regression	9.398211	Akaike info criterion		7.501968
Sum squared resid	1678.201	Schwarz criterion		7.747395
Log likelihood	-85.02361	Hannan-Quinn criter.		7.567080
F-statistic	3.006502	Durbin-Watson stat		2.345302
Prob(F-statistic)	0.044384			

# Table des matières

## Table des matières

# Table des matières

Sommaire	A
Liste des tableaux	B
Liste des figures	C
Liste des graphiques	D
Liste des annexes	E
Liste des abréviations	F
Introduction générale .....	1
Chapitre I : Fondements théoriques de la création de la valeur actionnariale .....	8
Introduction du chapitre .....	8
Section 1 : les fondements de la valeur .....	10
I- Les fondements économiques de la valeur .....	10
1- Les mercantilistes (1450 – 1750) .....	10
2- Les physiocrates (1556 – 1776) .....	13
3- La théorie classique (théorie de la valeur objective) .....	15
a- Adam Smith (1723 – 1790) .....	16
b- David Ricardo (1772 – 1823) .....	18
c- Marx et la théorie marxiste .....	20
c-1 : La notion de travail abstrait .....	20
c-2 : Le travail socialement nécessaire .....	21
c-3 : Travail simple et travail complexe .....	21
4- Les néoclassiques (théorie de la valeur subjective) .....	21
II- Les fondements de la valeur en finance .....	23
1- Les origines comptables de l'évaluation.....	23
2- Les bases de la théorie de la valeur .....	24
Section 2 : Les méthodes actuarielle d'évaluation .....	26
I- Discounted Dividend Model .....	26
1- Le modèle d'Irving Fisher (1930) .....	26
2- Le modèle de Gordon-Shapiro (1956) .....	27
3- Le modèle de Bates .....	28
II- Le modèle d'évaluation des actifs financiers .....	29
1- Présentation du modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) ....	30

## Table des matières

2- La critique de Roll .....	32
3- L'hypothèse d'efficience des marchés financiers .....	33
III- Discounted Cash-flow Model .....	34
Section 3 : Les fondements théoriques de la création de valeur .....	39
I- Création de valeur et théories des organisations .....	39
1- Postulat de base sur les individus .....	40
a- Maximisation des utilités .....	40
b- Individu opportuniste et rationalité limitée .....	41
2- Théorie managériale et thèse d'autonomie de la firme .....	41
3- Théorie de l'agence et création de la valeur .....	42
4- L'asymétrie informationnelle et création de valeur .....	44
II- Les mutations de la sphère económico financière .....	46
1- Le comportement des indicateurs financiers de la performance .....	46
2- La signification du concept de la création de valeur dans l'entreprise...	47
a- Définition de la création de la valeur .....	47
b- Les moyens de création de valeur .....	48
b-1 : Les leviers stratégiques .....	48
b-1-1 : L'avantage concurrentiel .....	48
b-1-2 : Les opérations de croissances internes .....	49
b-1-3 : Les opérations de croissance externes .....	49
b-2 : Les leviers financiers .....	50
b-2-1 : Les rachats d'actions .....	50
b-2-2 : La gestion des risques des prix financiers .....	50
c- Les mesures de la création de valeur .....	51
c-1 : Les indicateurs de gestion (les mesures internes de la création de valeur) .....	51
c-1-1 : La valeur ajoutée économique (EVA) .....	51
c-1-2 : Le Cash Flow Return On Investment .....	52
c-2: Les indicateurs boursiers (les mesures externes de la création de valeur) .....	52
c-2-1 : Total Shareholder Return (TSR) .....	52
c-2-2 : Market Value Added (MVA) .....	53
c-2-3 : Le ratio Market - To - Book (M\B) .....	54



## Table des matières

Conclusion du chapitre .....	55
Chapitre II: Les déterminants de la valeur actionnariale .....	56
Introduction du chapitre .....	56
Section 1 : La politique financière .....	58
I- L'approche classique et néoclassique de la politique financière .....	59
1- L'approche classique de la structure financière .....	59
2- La thèse de neutralité de la politique financière .....	60
3- Les effets de la fiscalité et des coûts de faillite sur la politique financière .....	62
a- Les effets de la fiscalité .....	62
a-1 : L'impôt sur les sociétés .....	62
a-2 : La prise en compte de l'imposition des personnes physiques...	63
b- L'effet des coûts de faillite et la théorie de compromis .....	64
b-1 : Les coûts de faillite .....	65
b-2 : L'influence des coûts de faillite sur la politique financière .....	65
II- L'approche moderne de la politique financière .....	66
1- Théorie d'agence et politique financière de l'entreprise .....	66
2- L'asymétrie d'information et politique financière .....	68
a- La politique financière comme instrument de signalisation .....	68
a-1 : Le signal par l'endettement .....	68
a-2 : L'importance du capital détenu par le dirigeant .....	69
b- La théorie des préférences hiérarchisées de financement (TPH) .....	69
Section 2 : Politique de dividende .....	72
I- La politique de distribution de dividendes .....	72
1- La distribution de la totalité des bénéfices .....	72
2- La politique résiduelle des dividendes .....	72
3- L'absence de distribution de dividendes .....	73
4- La politique d'un dividende stable .....	73
II- La problématique de la politique de dividende .....	73
1- L'approche traditionnelle de la politique de dividendes .....	73
2- L'approche de Modigliani et Miller (1961) .....	74
3- La prise en compte de la fiscalité .....	77

## Table des matières

4- La politique de dividendes et la théorie des signaux .....	78
a- Le rôle informatif du dividende .....	78
b- Politique de dividendes et théorie des signaux .....	79
c- Les modèles de signalisation par les dividendes .....	80
c-1 : Le modèle de Bhattacharya .....	80
c-2 : Le modèle de John et Williams .....	81
c-3 : Le modèle de Miller et Rock .....	82
5- La politique de dividendes et théorie d'agence .....	82
Section 3 : La rentabilité des entreprises .....	85
I- Les différentes mesures de la rentabilité des entreprises .....	86
1- La rentabilité économique .....	86
2- La rentabilité financière .....	88
3- Le rendement des investisseurs .....	89
II- Les déterminants de la rentabilité financière .....	89
1- Les caractéristiques économiques des entreprises et la rentabilité .....	90
a- La taille de l'entreprise et les économies d'échelle .....	90
b- La productivité de l'entreprise .....	91
c- L'investissement de l'entreprise .....	92
2- L'environnement et la rentabilité des entreprises .....	92
a- Le secteur de l'entreprise .....	92
b- La région de l'entreprise .....	93
3- Les variables financières et la rentabilité financière .....	93
a- L'endettement et la rentabilité des entreprises .....	93
b- Les capitaux propres de l'entreprise .....	94
III- Rentabilité et valeur de l'entreprise .....	94
Conclusion du chapitre .....	100
Chapitre III : Revue de la littérature .....	101
Introduction du chapitre .....	101
Section 1 : La politique financière .....	103
Section 2 : La politique de dividende .....	106
Section 3 : La rentabilité des entreprises .....	118
Section 4 : Les autres travaux empiriques .....	123

# Table des matières

Conclusion du chapitre .....	148
Chapitre IV : Investigation empirique sur les pays du Maghreb .....	149
Introduction du chapitre .....	149
Section 1 : Echantillonnage et méthodologie de l'étude .....	151
I- Hypothèses, choix des variables et échantillon de l'étude .....	151
1- Formulation des hypothèses .....	151
a- L'hypothèse de la politique de dividende .....	151
b- L'hypothèse de la rentabilité financière .....	152
c- L'hypothèse de la politique financière .....	152
2- Le choix des variables .....	152
a- La variable à expliquer .....	153
b- Les variables explicatives .....	154
3- Recueil de données et échantillon de l'étude .....	159
II- Présentation des modèles .....	159
1- Les tests d'homogénéité .....	160
a- Procédure séquentielle de tests .....	160
b- Construction des tests .....	161
b-1 : Test $H_0^1$ .....	161
b-2 : Test $H_0^2$ .....	162
b-3 : Test $H_0^3$ .....	162
2- La méthode des moindres carrés ordinaires .....	163
3- La méthode de sélection des variables « Stepwise » (pas-à-pas) .....	164
Section 2 : Résultats et discussions .....	167
I- Le cas marocain .....	167
1- Résultats des tests d'homogénéité .....	167
a- Test $H_0^1$ .....	167
b- Test $H_0^2$ .....	170
2- Les résultats de la méthode des moindres carrés ordinaires .....	171
3- Les résultats de la méthode « Stepwise » .....	173
a- La régression stepwise .....	173
b- Diagnostic du modèle .....	174
b-1 : Test de Breusch – Godfrey d'autocorrélation .....	174

## Table des matières

b-2 : Test de Glejser de l'hétéroscédasticité .....	175
II- Le cas tunisien .....	176
1- Résultats des tests d'homogénéité .....	176
a- Test $H_0^1$ .....	176
b- Test $H_0^2$ .....	178
2- Les résultats de la méthode des moindres carrés ordinaires .....	179
3- Les résultats de la méthode « Stepwise » .....	181
a- La régression stepwise .....	181
b- Diagnostic du modèle .....	182
b-1 : Test de Breusch – Godfrey d'autocorrélation.....	182
b-2 : Test de Glejser de l'hétéroscédasticité .....	182
III- Le cas algérien .....	182
1- Présentation de la bourse d'Alger .....	183
2- Les déterminants de la valeur actionnariale en Algérie .....	186
a- Présentation des entreprises étudiées .....	186
a-1 : SAIDAL .....	186
a-2 : ALLIANCE ASSURANCES .....	187
a-3 : EL-AURASSI .....	188
a-3 : NCA-ROUIBA .....	190
b- L'analyse des points forts .....	190
b-1 : Analyse microéconomique .....	190
b-2 : Analyse du marché boursier .....	192
c- Les résultats de la régression « stepwise » .....	194
IV- Principaux résultats et discussion finale .....	195
Conclusion du chapitre .....	199
Conclusion générale .....	200
Bibliographie .....	205
Annexes .....	220