

## L'impact de la décision de financement et de la politique de dividendes sur Création de la Valeur Actionnariale et Partenariale.

Mlle STIRIBA Latifa\*  
Mme ANGADE KHADIJA (Phd) \*\*

### Résumé:

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

**Mots clés:** Création de Valeur actionnariale, Création de Valeur partenariale, structure financière, distribution des dividendes, conflits d'intérêt, entreprises marocaines cotées.

أثر قرار التمويل وسياسة توزيع الأرباح على خلق القيمة لفائدة المساهمين و الشركاء

### ملخص:

يتناول بحثنا دراسة وجود تأثير (إيجابي أو سلبي) لسياسة التمويل و توزيع الأرباح على خلق القيمة لفائدة المساهمين وكذلك لمختلف الشركاء. يعتمد البحث على عينة مكونة من 47 شركة مغربية مدرجة بسوق الأسهم الدار البيضاء. أيضا، مكن إدخال نهج الشراكة من الاستفسار عن أثر تضارب المصالح بين مختلف الشركاء في إنشاء وتوزيع قيمة الشركة وقيمة المساهمين.

**الكلمات الأساسية:** خلق القيمة للمساهمين، خلق القيمة للمشاركين، الهيكل المالي، سياسة توزيع الأرباح، تضارب المصالح، الشركات المدرجة ببورصة القيم.

## The impact of the decision of financing and the dividend policy on the shareholder and Stakeholder Value

### Abstract:

Our research studies the existence of an influence (positive or negative) of the decision of financing and the dividends policy on the Value Creation under its two facets: Shareholder and Stakeholders with a sample of 47 Moroccan companies quoted (esteemed) to the stock exchange of Casablanca. The introduction of the Stakeholders approach allowed us to wonder also about the impact of conflicts of interests between the various partners regarding creation and distribution of the Value on the shareholder and partnership Value.

**Keywords:** Shareholder Value Creation, Stakeholder Value Creation, financial structure, Dividends policy, conflicts of interests, Companies quoted in stock exchange.

Mlle STIRIBA Latifa Docteur professeur en sciences et techniques de gestion, GSM : 060 57 78 54. Courriel : [stiriba\\_latifa@hotmail.com](mailto:stiriba_latifa@hotmail.com)

\*\* Mme ANGADE KHADIJA (Phd) .Ecole Nationale de Commerce et de Gestion Agadir Maroc Enseignante-chercheuse. Laboratoire de Recherche en Management, Finance & Audit.  
GSM : 061 27 27 55. Courriel : [khadija.angade@gmail.com](mailto:khadija.angade@gmail.com)

## 1-INTRODUCTION

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

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

En effet, la Création de Valeur constitue la principale exigence pour les entreprises et le principal objectif pour les investisseurs (Shareholders), mais également pour l'ensemble des partenaires de l'entreprise (Stakeholders). C'est ainsi que ce sujet est actuellement au centre des débats et les enjeux sont importants, puisqu'il s'agit d'une part, de gagner et maintenir la confiance des investisseurs et de leur offrir des perspectives claires et ambitieuses en matière de Création de Valeur, et d'autre part d'assurer une distribution équitable de cette valeur créée entre l'ensemble des partenaires de l'entreprise (actionnaires, dirigeants et salariés, société dans l'acceptation la plus large possible, environnement...).

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

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

## I / LA PROBLEMATIQUE.

Le Maroc, conscient de l'importance de l'enjeu des mutations internationales ainsi que du défi de l'ouverture croissante de ses frontières, a entamé différentes réformes du système financier, fiscal et comptable ainsi que juridique spécialement en matière de droit des sociétés. Le système bancaire et le marché financier, ont bénéficié largement de ces mutations et ont connu de multiples évolutions. Les entreprises marocaines sont également appelées à se mettre à niveau pour jouer leur rôle dans ce contexte turbulent en tant que moteur de Création de Valeur, facteur d'encouragement de l'actionnariat et de fidélisation des parties prenantes.

C'est de ce contexte que notre travail s'est inspirée pour détecter les éléments influençant la Valeur créée par les entreprises marocaines. Ainsi, nous avons choisi des variables théoriquement débattues pour les tester empiriquement dans le contexte marocain, à savoir : la décision de financement et la politique de distribution de dividendes pratiquée par les entreprises marocaines cotées à la Bourse des Valeurs de Casablanca. Le conflit d'intérêt entre les partenaires stratégiques de l'entreprise marocaine en matière de création et de partage de la valeur aura probablement un impact sur ce processus de Création de Valeur d'où son intégration également comme variable explicative dans notre étude.

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

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

## II/ ETAT DE L'ART :

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

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

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

Le deuxième point exposera le débat théorique autour de l'influence de la politique de dividende sur la valeur de l'action.

### A / Les modèles de dépendance entre la structure financière et la CDV.

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

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

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

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

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

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

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

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

- La théorie des coûts de transactions, de sa part, se base sur la spécificité des actifs de la firme pour déterminer le financement optimal qui minimise les coûts de transactions, et par conséquence, agit positivement sur la valeur de l'entreprise.

Nous concluons donc, que l'ensemble des théories modernes avancées plaide en faveur d'une structure financière optimale qui maximise la Valeur de l'entreprise. Cependant, ces théories se bloquent généralement au niveau de la vérification empirique de certaines propositions, ainsi qu'au niveau des méthodes de mesures de coûts explicités par ces dernières tels : coûts d'agences, coûts de transactions...

## **B/ Les modèles de dépendance entre la politique de dividende et la valeur de l'action.**

La question d'influence de la politique de dividende sur la valeur de la firme a fait l'objet d'une importante littérature. Là encore, deux grands courants de pensée se sont historiquement opposés, celui de la neutralité contre celui qui milite en faveur de l'influence de la politique de distribution sur la valeur de la firme.

L'approche néoclassique des marchés en équilibre de Modigliani et Miller (1961) montre la neutralité de la politique des dividendes. Au delà des propositions de l'approche néoclassique des marchés en équilibre, plusieurs théories sont proposées pour répondre à la problématique du dividende :

- La théorie du signal considère le dividende comme un outil de communication entre l'entreprise et son marché, et un signal approprié des flux de liquidité futurs de l'entreprise. Ce signal implique un coût de sanction des dirigeants en cas de communication d'une fausse information au marché.
- La théorie des mandats montre qu'en cas de conflits entre les actionnaires et les dirigeants, l'actionnaire peut utiliser le dividende comme une arme stratégique pour aligner les intérêts des dirigeants sur les leurs.

Les modèles théoriques développés mettent tous en lumière l'impact plus ou moins contesté de la structure financière et de la politique de dividendes sur la Création de Valeur des entreprises. Ils se distinguent, cependant, par la diversité des variables introduites pour expliquer cette relation.

### III/ HYPOTHESES ET METHODOLOGIE DU TRAVAIL

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

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

- H1. La décision de financement prise par les entreprises marocaines cotées, exerce une influence (positive ou négative) sur la Valeur actionnariale (Market value added).
- H2. La politique de distribution de dividendes pratiquée par les entreprises marocaines cotées, exerce une influence (positive ou négative) sur la Création de Valeur actionnariale (Market value added).
- H3. La décision de financement prise par les entreprises marocaines cotées, exerce une influence (positive ou négative) sur la valeur partenariale (pour les principaux partenaires stratégiques de l'entreprise : salariés, créanciers financiers, Etat...).
- H4. La politique des dividendes pratiquée par les entreprises marocaines cotées, exerce une influence (positive ou négative) sur la Valeur partenariale (pour les principaux partenaires stratégiques de l'entreprise : salariés, créanciers financiers, Etat...).
- H5. Les conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes en matière de création et de partage de la valeur créée influencent (positivement/négativement) la Valeur actionnariale et partenariale.

#### - LA METHODOLOGIE :

La méthodologie adoptée dans notre étude consiste à tenter d'obtenir des résultats statistiquement significatifs et théoriquement cohérents sur l'échantillon choisi des entreprises marocaines cotées, et les généraliser à l'ensemble des entreprises marocaines cotées ainsi qu'aux grandes entreprises non cotées. Nous observons des caractéristiques précises sur un ou plusieurs individus d'une classe et nous essayons de démontrer la possibilité de généraliser ces caractéristiques à l'ensemble de la classe considérée. C'est la succession observation — analyse — interprétation — généralisation. Cette méthode

appelée méthode hypothético-déductive est très usitée en sciences sociales et s'appuie beaucoup sur les techniques d'inférence statistique (tests qui permettent de mesurer le risque d'erreur et l'étendue des possibilités de généralisations-extrapolations). Partant d'une (ou plusieurs) hypothèses, nous appliquons un raisonnement déductif, c'est le cas de l'économétrie qui se base sur des hypothèses et des théorèmes généraux pour démontrer des relations entre variables particulières dans un cas spécifique.

L'analyse empirique a opté alors pour l'économétrie des panels. Il s'agit d'une forme de régression multiple qui permet de traiter conjointement les effets individuels et les effets temporels. Cette double dimension permet de rendre compte simultanément de la dynamique de comportement et de leur éventuelle hétérogénéité, ce qui n'est possible avec les séries temporelles ou les coupes transversales (Sevestre (2002).

Cette analyse des données de panel sera résolue à l'aide de trois logiciels économétriques à savoir : STATA.10, EVIEWS.5, XL-STAT.

#### - Sources des données et processus de sélection de l'échantillon.

Notre étude porte sur un échantillon initial de 59 entreprises marocaines cotées à la bourse de Casablanca pendant la période 2005-2009. Les institutions financières ainsi que les compagnies d'assurances et les sociétés holding et celles qui ont fait l'objet de fusion, absorption ou pour cause d'absence de cotation sur l'un des cinq exercices ont été exclues. Notre échantillon final, après exclusion de ces sociétés, regroupe 235 observations pour 47 entreprises.

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des titres ainsi que les secteurs auxquels ils appartiennent.

**Tableau (1) : Titres composants notre échantillon.**

	<b>Abréviations</b>	<b>Titres</b>	<b>Secteurs</b>
1	AFG	<b>AFRIQUIA GAZ</b>	Pétrole et Gaz
2	ADH	<b>ADDOHA IMMO</b>	Immobilier
3	ALM	<b>ALUMINIUM MAROC</b>	Bâtiment et Matériaux de Construction
4	ATH	<b>AUTO HALL</b>	Distributeurs
5	ATN	<b>AUTO NEJMA</b>	Distributeurs
6	ADI	<b>ALIANCE</b>	Immobilier
7	BAL	<b>BALIMA</b>	Immobilier
8	BNM	<b>BRANOMA</b>	Boissons
9	BER	<b>BERLIET MAROC</b>	Distributeurs
10	BRM	<b>BRASSERIE DU MAROC</b>	Boissons
11	CRS	<b>CARTIER SAADA</b>	Agroalimentaire / Production
12	CLT	<b>CENTRALE LAITIERE</b>	Agroalimentaire / Production
13	CMA	<b>CIMENT DU MAROC</b>	Bâtiment et Matériaux de Construction
14	COL	<b>COLORADO</b>	Chimie
15	CSR	<b>COSUMAR</b>	Agroalimentaire / Production
16	CTM	<b>CTM</b>	Transport
17	DARI	<b>DARI</b>	Agroalimentaire / Production
18	DWAY	<b>DISWAY</b>	Matériels Logiciels et Services Informat

19	DLM	<b>DELLATER</b>	Ingénieries et Biens Equip Industriels
20	FBR	<b>FENIE BROSSETTE</b>	Distributeurs
21	FRT	<b>FERTIMA</b>	Distributeurs
22	HOL	<b>HOLCIM</b>	Bâtiment et Matériaux de Construction
23	HPS	<b>HPS</b>	Matériels Logiciels et Services Informat
24	IAM	<b>IAM</b>	Télécommunications
25	IBM	<b>IB MAROC</b>	Matériels Logiciels et Services Informat
26	INV	<b>INVOLYS</b>	Matériels Logiciels et Services Informat
27	LAC	<b>LAFARGE</b>	Bâtiment et Matériaux de Construction
28	LES	<b>LESIEUR</b>	Agroalimentaire / Production
29	LAV	<b>LABEL VIE</b>	Distributeurs
30	LYD	<b>LYDEC</b>	Services aux Collectivités
31	M2M	<b>M2M GROUP</b>	Matériels Logiciels et Services Informat
32	MAO	<b>MAGHREB OXYGENE</b>	Chimie
33	MNG	<b>MANAGEM</b>	Mines
34	MDP	<b>MED PAPER</b>	Sylviculture et Papier
35	MED	<b>MEDIACO</b>	Bâtiment et Matériaux de Construction
36	NEX	<b>NEXAN</b>	Equipements Electroniques et Electriques
37	OUL	<b>OULMES</b>	Boissons
38	PRO	<b>PROMOPHARM</b>	Industrie Pharmaceutique
39	REB	<b>REBBAB</b>	Mines
40	SAM	<b>SAMIR</b>	Pétrole et Gaz
41	SCE	<b>SCE</b>	Chimie
42	SMI	<b>SMI</b>	Mines
43	SONA	<b>SONASID</b>	Bâtiment et Matériaux de Construction
44	SOTC	<b>SOTHEMA</b>	Industrie Pharmaceutique
45	SRM	<b>SRM</b>	réalisation mécanique
46	TIM	<b>TIMAR</b>	Transport
47	UMR	<b>UNIMER</b>	Agroalimentaire / Production

- **La modélisation économétrique du modèle de CDV actionnariale.**

Sur la base des hypothèses formulées, et des variables explicatives et de contrôle afférentes, le modèle mis en œuvre a été le suivant :

$$MVA_i = \alpha_i + \beta'_{i,1} END + \beta'_{i,2} DIV + \beta'_{i,3} INV + \beta'_{i,4} VACF + \beta'_{i,5} VASAL + \beta'_{i,6} MBE + \beta'_{i,7} CAAECO + \beta'_{i,8} TAILLE + \beta'_{i,9} SECT + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(1)$$

Avec :  $i \in [1;47]$

$\varepsilon_{i,t}$ : les résidus non expliqués par les variables du modèle.

- La variable dépendante : La création de valeur du marché (voire destruction de valeur).

Cette variable a été appréciée par un indicateur de valeur boursière ajoutée, inspiré de la méthode Market Value Added (MVA de Stewart (1991)), qui mesure la création de richesse accumulée par les actionnaires en contre partie de leurs fonds engagés dans l'entreprise. C'est une version simplifiée de l'indicateur qui a été retenue dans notre travail de

recherche, afin d'éviter les distorsions méthodologiques liées aux retraitements ou ajustements comptables préconisés par Stewart (difficulté d'accès aux données). C'est la valeur boursière ajoutée relative, rapportant la différence entre la valeur de marché et la valeur comptable des capitaux employés à la valeur comptable de ces capitaux, qui a été calculée et intégrée à l'étude.

Dans de nombreuses études, il est fréquent, malgré les biais induits, que la valeur de marché des dettes bancaires soit estimée par leur valeur bilancielle<sup>1</sup>.

- Les variables explicatives.

Plusieurs catégories de variables explicatives ont été intégrées à l'étude : les deux principales variables présumées explicatives de la création de valeur actionnariale, à savoir : la structure financière, et la politique de distribution de dividende, mais aussi d'autres variables financières et économiques, ainsi que des variables de contrôle telles que la taille et le secteur d'activité, afin de cerner les facteurs susceptibles d'influencer la création de valeur financière.

<sup>1</sup>Charreaux, G. *Le point sur ... La mesure de performance des entreprises*

1. La politique de financement a été appréhendée au travers la structure financière des entreprises, et a été opérationnalisée par la mesure de l'endettement par le ratio dettes financières/capitaux propres (données annuelles sur la période 2005-2009).

2. La politique de distribution appréhendée au travers les dividendes annuels versés aux actionnaires (données annuelles sur la période 2005-2009).

3. La politique d'investissement appréhendée au travers des dépenses en immobilisations corporelles rapportées au chiffre d'affaires HT, (données annuelles sur la période 2005-2009).

Myers (1977) suggère que le problème de sous investissement lié au financement par dette est plus faible pour les firmes disposant davantage d'actifs immobilisés.

En effet, la conséquence directe de la politique d'investissement d'une entreprise est la variation positive de la valeur de ses capitaux propres s'il s'agit d'un investissement rentable.

3. La marge brute d'exploitation, correspondant au rapport entre l'excédent brut d'exploitation et le chiffre d'affaires (données annuelles sur la période 2005-2009). Elle a été intégrée à l'analyse, dans la mesure où Rappaport (1986) et Copeland et al. (1991) recommandent de retenir les niveaux d'activité et de marge des firmes comme variables déterminantes de la création de valeur actionnariale.

Des variables indicatrices ont été également introduites afin de tenir compte de l'effet spécifique de ces variables sur la création de valeur financière.

4. CAAEC: Ce ratio est le rapport entre le chiffre d'affaires des entreprises et leur actif économique (CA/ACTIF ECO). Il exprime l'efficacité de l'actif économique et a été intégré dans l'étude pour détecter si l'efficacité de cet actif contribue à la création de valeur financière (données annuelles sur la période 2005-2009).

5. VACF: La part de la Valeur Ajoutée allouée aux créanciers financiers a été également intégrée dans notre étude comme proxy de la création de valeur allouée à ce partenaire stratégique de l'entreprise, et ce afin de confirmer ou infirmer les propositions théoriques sur l'impact négatif des conflits d'agence entre ces deux parties (les créanciers et les actionnaires) en matière de création de valeur. (Données annuelles sur la période 2005-2009).

6. VASAL: La part de la Valeur Ajoutée allouée aux salariés. Nous avons également, intégré cette variable comme étant un proxy de la création de valeur allouée aux salariés partenaires



de l'entreprise, et ce afin de détecter si la création de valeur actionnariale est affectée par la part de valeur allouée aux salariés et s'il y'a bien un impact de ce conflit d'intérêt entre salariés/actionnaires autour de la répartition de la valeur. (Données annuelles sur la période 2005-2009).

7. *La taille de l'entreprise*, Appréhendée par le logarithme du total de l'actif du bilan (Faccio et al (2001)) sur la période 2005-2009. La taille de l'entreprise a été généralement associée dans la littérature à un niveau d'endettement élevé. Ceci est expliqué par l'existence d'une relation négative entre la taille de l'entreprise et sa probabilité de défaillance, généralement formulée par l'expression "too big to fail".

8. *Le secteur d'activité* : Les risques systématiques (les changements imprévus dans la structure des taux d'intérêts, dans les attentes des profits des entreprises...) qui diffèrent d'un secteur à l'autre sont à l'origine des différences entre les secteurs. Ces facteurs de risque tendent en effet, à influencer de façon différenciée et systématique le niveau de risque inhérent aux secteurs comme l'ont montré plusieurs études empiriques (M.Berry, E. Burmeister et M. McElroy, 1998). L'étude du lien entre le secteur d'activité et la performance boursière des entreprises a fait l'objet d'approfondissements à partir du concept de groupe stratégique<sup>2</sup> créé par M.S.Hunt.

<sup>2</sup>C'est l'ensemble des entreprises d'un secteur qui suivent les mêmes stratégies ou des stratégies semblables suivant toutes les dimensions stratégiques (M.Porter 1981).

Le tableau suivant propose un récapitulatif de l'ensemble des variables du modèle de création de valeur actionnariale :

**Tableau (2) : Présentation synthétique des variables du modèle de création de valeur actionnariale.**

<b>Variables à expliquer : la création de valeur actionnariale.</b>	
<b>MVA</b>	<i>Market value added</i> : (Valeur de marché des capitaux employés-valeur comptable des capitaux employés)/valeur comptable des capitaux employés <sup>3</sup> $MVA = (capitalisation\ boursière - FP\ comptables) / (la\ valeur\ comptable\ des\ FP\ et\ des\ dettes)$ (données annuelles sur la période 2005-2009).
<b>Variables explicatives et de contrôle</b>	
<b>END</b>	<i>Politique d'endettement</i> Dettes financières/capitaux propres (Données annuelles sur la période 2005-2009).
<b>DIV</b>	<i>Montant des DIVIDENDES annuels distribués</i> (Données annuelles sur la période 2005-2009).
<b>INV</b>	<i>Politique d'investissement</i> Investissement en immobilisations corporelles/chiffre d'affaires HT (données annuelles sur la période 2005-2009).
<b>MBE</b>	<i>Marge brute d'exploitation</i> Excédent brut d'exploitation/chiffre d'affaires HT (données annuelles sur la période 2005-2009).
<b>CAAECO</b>	<i>CA/ACTIF ECO = L'efficacité de l'actif économique</i> (données annuelles sur la période 2005-2009).

<b>VACF</b>	<i>La part de la Valeur Ajoutée allouée aux créanciers financiers.</i> (données annuelles sur la période 2005-2009).
<b>VASAL</b>	<i>La part de la Valeur Ajoutée allouée aux salariés.</i> (données annuelles sur la période 2005-2009). VASAL = (charges de personnel /valeur ajoutée)
<b>TAILLE</b>	<i>Taille</i> Logarithme du total des actifs (Données annuelles sur la période 2005-2009).
<b>SECT</b>	<i>Secteur d'activité</i> 0=industrie, 1=commerce+services

- **La modélisation économétrique des modèles de CDV partenariale.**

En raison de la difficulté de mesure de la valeur partenariale, nous l'avons estimée par des données de répartition de la valeur ajoutée économique sur les différents partenaires de l'entreprise à savoir :

- CDV pour les salariés ;
- CDV pour les créanciers financiers ;
- CDV pour les actionnaires (vision comptable et économique) ;
- CDV pour l'Etat.

<sup>3</sup>Valeur de marché des capitaux employés : capitalisation boursière+valeur comptable des autres sources de financement (intérêts minoritaires+provisions pour risques et charges+dettes financières).

Valeur comptable des capitaux employés : capitaux propres+intérêts minoritaires+provisions pour risques et charges+dettes financières.

Cependant, la valeur partenariale créée est certes, différente de la valeur ajoutée, car d'une part, cette dernière est évaluée à partir des prix et coûts explicites et égale à la différence entre les ventes et les consommations externes. Par ailleurs, la mesure partenariale n'est pertinente que si les coûts d'opportunité prennent en compte, pour déterminer la rémunération d'opportunité, la nécessité de préserver la valeur du capital apporté. La mesure du coût d'opportunité doit, en effet, inclure le remboursement du capital investi (pour les créanciers, le principal).

• 1<sup>er</sup> modèle : CDV pour les salariés :

$$CDVSAL_i = \alpha_i + \beta_{i,1} END + \beta_{i,2} DIV + \beta_{i,3} CDVACT + \beta_{i,4} CDVCF + \beta_{i,5} CDVETA + \beta_{i,6} INV + \beta_{i,7} MBE + \beta_{i,8} RLTC + \beta_{i,9} CAAECO + \beta_{i,10} TAILLE + \beta_{i,11} SECT + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots(2)$$

**CDVSAL** : La part de la valeur ajoutée allouée aux salariés = Charges de personnel/valeur ajoutée (Données annuelles sur la période 2005-2009).

• 2<sup>ème</sup> modèle : CDV pour les créanciers financiers :

$$CDVCF_i = \alpha_i + \beta_{i,1} END + \beta_{i,2} DIV + \beta_{i,3} CDVACT + \beta_{i,4} CDVSAL + \beta_{i,5} CDVETA + \beta_{i,6} INV + \beta_{i,7} MBE + \beta_{i,8} RLTC + \beta_{i,9} CAAECO + \beta_{i,10} TAILLE + \beta_{i,11} SECT + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots(3)$$

**CDVCF** : La part de la Valeur Ajoutée allouée aux créanciers financiers = Charges des intérêts/valeur ajoutée (Données annuelles sur la période 2005-2009).

• 3<sup>ème</sup> modèle : CDV pour les actionnaires (vision comptable et économique) :

$$CDVACT_i = \alpha_i + \beta_{i,1} END + \beta_{i,2} DIV + \beta_{i,3} CDVCF + \beta_{i,4} CDVSAL + \beta_{i,5} CDVETA + \beta_{i,6} INV + \beta_{i,7} MBE + \beta_{i,8} RLTC + \beta_{i,9} CAAECO + \beta_{i,10} TAILLE + \beta_{i,11} SECT + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots(4)$$

**CDVACT** : La part de la Valeur Ajoutée allouée aux actionnaires = Montant des dividendes distribués /valeur ajoutée (Données annuelles sur la période 2005-2009).

• 4<sup>ème</sup> modèle : CDV pour l'Etat :

$$CDVETA_i = \alpha_i + \beta_{i,1} END + \beta_{i,2} DIV + \beta_{i,3} CDVACT + \beta_{i,4} CDVSAL + \beta_{i,5} CDVCF + \beta_{i,6} INV + \beta_{i,7} MBE + \beta_{i,8} RLCA + \beta_{i,9} CAAECO + \beta_{i,10} TAILLE + \beta_{i,11} SECT + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(5)$$

**CDVETA<sub>i</sub>** : La part de la Valeur Ajoutée allouée à l'Etat = Taxes et impôts /valeur ajoutée (Données annuelles sur la période 2005-2009).

## V/ RESULTATS ET INTERPRETATION.

### - Les résultats et interprétation du modèle de la Valeur Actionariale.

D'après les résultats des estimations des données de panel des 47 entreprises cotées à la BVC et sur la période 2005-2009, les coefficients des variables du modèle MVA se présentent comme suit :

$$MVA = 14.84467 - 0.4728415 END + 1.93e-08 DIV + -1.481469 VACF + 1.80618 VASAL - 1.818279 INV - 6.141254 MBE - 0.4856418 CAAECO - 1.133469 TAILLE - 1.602046 SECT.$$

1- La variable de la structure financière qui a été opérationnalisée par le ratio de l'endettement avait un impact statistiquement décelé. Cet impact apparaît négatif sur la valeur actionariale, à un seuil de signification statistique faible (5 %). En effet, les résultats de notre échantillon révèlent que la plupart des entreprises marocaines sont surendettées et dépassent dans la plupart du temps le taux d'endettement de 50%, voire dans quelques cas même plus de 100%.

Cet impact négatif de la dette peut s'interpréter à la lumière de la théorie du compromis qui souligne qu'au-delà d'un certain niveau d'endettement, la valeur actuelle des coûts de faillite excède la valeur actuelle des économies fiscales résultant de l'endettement, ce qui a pour conséquence de diminuer la valeur de la firme. Aussi, l'endettement excessif augmentent les frais financiers et par conséquent, hausse le niveau du CMPC ce qui agit négativement sur la valeur.

Ce résultat corrobore les enseignements de la théorie de l'agence de M.E. Jensen et W.H. Meckling (1976), qui avaient comme préoccupation de démontrer l'existence d'un rapport statistique entre la valeur de l'entreprise et son degré d'endettement. L'impact négatif de l'endettement sur la valeur de marché ne manque pas de surprendre.

Ce constat est également expliqué par la théorie du Free cash-flow de Jensen, et qui stipule que l'endettement est un moyen disciplinaire des dirigeants, et atténue l'aversion de ces derniers vers le surinvestissement. Sauf que cette discipline basée sur la dette pourra se traduire plutôt par un sous-investissement destructif de la valeur comme le montre les résultats de notre étude.

Ce résultat corrobore également l'affirmation de S. Ross (1977) selon laquelle la structure financière d'une entreprise est un signal diffusé qui caractérise le type de l'entreprise. Et ce n'est pas la structure financière d'une entreprise qui représente un signal, mais plutôt sa modification, et toute modification de la politique financière entraîne une modification de la perception de l'entreprise par les investisseurs et constitue donc un signal pour le marché.

L'impact négatif décelé de l'endettement peut être interprété à la lumière de la vision traditionnelle en matière de structure financière, selon laquelle les actionnaires exigent une prime de risque complémentaire et relèvent leur taux de capitalisation des dividendes avec l'augmentation du taux d'endettement, ce qui a pour effet d'entraîner une baisse du prix des actions, lorsque l'augmentation de l'endettement implique que l'espérance de perte due à l'effet de levier négatif devient supérieure à l'espérance de gain due à l'effet de levier positif.

Quoi qu'il en soit, l'impact négatif de l'endettement sur la valeur actionnariale, observé sur l'échantillon des entreprises cotées faisant l'objet de notre étude conduit à accepter l'hypothèse (1) d'existence d'influence notable de la décision de financement sur la création de valeur actionnariale.

2- Le coefficient associé à la variable de la politique de distribution est statistiquement significatif. Il montre par ailleurs l'impact positif de l'affectation des fonds discrétionnaires à la distribution de dividendes sur la valeur actionnariale.

D'après notre étude, les montants distribués au titre des dividendes entre 2005 et 2009 a significativement évolué chez presque 29 entreprises cotées (60% de l'échantillon).

Ce constat infirme la proposition de M&M qui stipule que la richesse des actionnaires était indépendante de la politique de dividendes, et que cette dernière n'a aucun impact sur la valeur de la société et sur son coût du capital. Et par conséquent, la valeur boursière de la société n'est pas affectée par les changements dans les montants des dividendes distribués. Le constat de M&M s'est fait sur la base de l'hypothèse de marché financier parfait et d'absence de différences d'imposition des dividendes et des plus-values en capital, chose qui n'est pas vérifié dans la réalité du marché financier marocain.

L'impact positif de cette variable confirmerait également, pour sa part la thèse de la non neutralité de cette politique dans les développements théoriques les plus récents, en premier lieu avec les arguments d'agence qui voient dans la distribution de dividendes une activité de dédouanement réduisant les coûts d'agence de la divergence d'intérêts opposant les dirigeants aux actionnaires.

Cet impact positif de la distribution sur la valeur du marché corrobore avec les propositions de la théorie informationnelle qui voit en l'augmentation des dividendes distribués une information diffusée au marché que les bénéfices futurs de la société seront meilleurs que l'année précédente. A l'annonce de cette information, et si elle n'était pas anticipée par le marché, les cours boursiers réagissent à la hausse. Nous constatons alors, que la variation des cours ne résulte pas du montant des dividendes mais plutôt de l'information reliée aux perspectives de croissance des résultats de la société.

L'hypothèse du free-cash flow de Jensen (1986) peut expliquer également les réactions des cours boursiers suite aux variations des dividendes. Selon cette hypothèse, les dirigeants qui disposent d'une trésorerie importante préfèrent la conserver dans l'organisation pour renforcer leur autofinancement afin de l'investir dans des projets au lieu de la distribuer aux actionnaires. Et le paiement de dividendes viendra réduire ce conflit d'agence entre le dirigeant et l'actionnaire.

De la même façon, l'impact positif et statistiquement significatif sur la valeur actionnariale de la distribution de dividendes sur l'échantillon des entreprises étudié, amène à accepter l'hypothèse (2) d'existence d'influence significative des montants distribués au titre de dividendes sur la valeur actionnariale.

Par ailleurs, l'ensemble des coefficients associés aux autres variables introduites dans notre étude pour déceler leur impact sur la valeur actionnariale ne sont pas statistiquement significatif, ce qui ne nous permet pas d'interpréter leurs signes et impact.

**3-** *La variable politique d'investissement* (appréhendée au travers les dépenses en immobilisations corporelles rapportées au chiffre d'affaires HT) n'a pas d'impact apparent sur la valeur de marché ajoutée ce qui infirme la proposition de M&M qui stipule que la valeur de l'entreprise ne dépend que du programme d'investissement et de sa rentabilité, et que la conséquence directe de la politique d'investissement d'une entreprise est la variation positive de la valeur de ses capitaux propres s'il s'agit d'un investissement rentable. Sauf que cette politique d'investissement ne peut être prise en compte à elle seule et sans la lier à celle du financement et du coût de capital. En effet, la rentabilité positive d'un projet n'est pas suffisante à elle seule pour créer de la valeur que si elle dépasse le coût des capitaux investis dans ce projet.

**4-** *La marge brute d'exploitation*, introduite sous la forme d'un rapport entre l'excédent brut d'exploitation et le chiffre d'affaires, s'est révélé également variable statistiquement non influente, ce qui ne converge pas avec les recommandations de Rappaport (1986) et Copeland et al. (1991) à retenir les niveaux d'activité et de marge des firmes comme variables déterminantes de la valeur actionnariale, au moins dans notre étude.

**5-** *Le rapport CA/Actif économique* pris en compte également pour quantifier l'efficacité de ce dernier et détecter si cette efficacité de cet actif contribue à la création de valeur financière. Cette variable s'est avérée également statistiquement non significative ce qui ne nous permet pas de l'interpréter et par conséquent, n'a pas d'influence sur notre variable à expliquer : la MVA.

**6-** *Les variables VACF et VASAL* respectivement la part de la Valeur Ajoutée allouée aux créanciers financiers et salariés ont été intégrée dans notre étude comme proxy de la création de valeur allouée à ces deux partenaires de l'entreprise, et ce afin de tester les propositions théoriques sur les conflits d'intérêt entre les parties prenantes de la firme et les actionnaires et l'impact de ces conflits sur la valeur actionnariale. Toutefois, il s'avère que ces variables ne sont pas statistiquement significatives, ce qui ne nous permet pas de les interpréter.

L'absence d'un impact statistiquement significatif sur la valeur actionnariale des conflits d'agence dans notre échantillon des entreprises étudié, amène à rejeter l'hypothèse (5) qui suppose l'existence d'influence des conflits d'intérêt en matière du partage de la valeur créée sur la valeur actionnariale.

**7-** *La taille de l'entreprise* (appréhendée par le logarithme du total de l'actif du bilan comme préconisé par Faccio et al (2001)), contrairement à nos anticipations, le coefficient associé à cette variable est statistiquement non significatif pour notre échantillon d'entreprises cotées.

**8-** *L'activité de l'entreprise*: les résultats de l'estimation du coefficient associé à cette variable ne semblent pas accorder une importance particulière à la nature de l'activité de l'entreprise en matière de création de valeur actionnariale.

#### - **Les résultats et interprétation des modèles de la valeur partenariale.**

##### o *Modèle de CDV Salariale.*

La forme finale du modèle de **CDV salariale** s'est établi comme suit :

$CDVSAL = 1.743113 + 0.0005302 \text{ END} - 1.10e-10 \text{ DIV} + 0.0444985 \text{ CDVACT} + 0.9769749 \text{ CDVCF} - 0.0247231 \text{ CDVETA} - 0.0192078 \text{ INV} - 0.0804186 \text{ MBE} - 0.0001264 \text{ RLTC} + 0.0060764 \text{ CAAECO} - 0.1670475 \text{ TAILLE} + 0.1198672 \text{ SECT.}$

- La variable de la structure financière n'a pas un coefficient associé statistiquement significatif et donc n'a pas d'impact sur la valeur créée pour ce partenaire : les salariés (y compris le dirigeant).

L'absence d'impact de l'endettement sur la valeur salariale, observé sur l'échantillon des entreprises cotées faisant l'objet de notre étude conduit à rejeter partiellement l'hypothèse (3) celle d'influence de la décision de financement sur la valeur partenariale- salariale dans ce premier modèle.

- La politique de distribution des dividendes : le coefficient associé est négatif et statistiquement significatif. Ceci montre que les montants distribués au titre des dividendes impactent (négativement) la valeur créée pour les salariés.

Le coefficient associé à cette variable de politique de dividende confirmerait pour sa part la thèse de la non neutralité de cette politique dans les développements théoriques les plus récents, en premier lieu avec les arguments d'agence. Cependant, le signe négatif de cette relation peut être expliqué par le fait que la distribution de dividendes au profit des actionnaires peut être une source de conflits d'intérêts opposant les actionnaires aux salariés (y compris les dirigeants décideurs) qui verront leurs intérêts lésés avec une telle distribution de fonds. Ce résultat peut être expliqué par la thèse du free-cash flow de Jensen (1986) qui stipule qu'en versant des dividendes aux actionnaires, on réduit la capacité d'autofinancement de l'entreprise; ce qui oblige les dirigeants à recourir à l'endettement pour financer les nouveaux investissements ou bien à faire appel au marché pour obtenir de nouveaux fonds propres. En effet, ce versement de dividendes réduirait les free cash flow de la firme ainsi que les opportunités d'investissement. Cette distribution pourrait amener le dirigeant à rejeter certains projets, réduire les primes ou les annuler, voire même procéder à une politique de licenciement dans le pire des cas pour faire face aux obligations de remboursement de la dette et de la distribution des dividendes.

De la même façon, l'impact négatif et statistiquement significatif sur la valeur salariale de l'affectation du *free cash flow* à la distribution de dividendes, sur l'échantillon des entreprises étudié, amène à accepter l'hypothèse (4) d'existence d'influence significative des montants distribués au titre de dividendes mais seulement sur la valeur salariale.

- Les variables VACF, VAACT et VAETA respectivement la part de la Valeur Ajoutée allouée aux créanciers financiers et aux actionnaires et à l'Etat ont été intégrée dans notre étude comme proxy de la création de valeur allouée à ces partenaires de l'entreprise, et ce afin de tester les propositions théoriques sur les conflits d'intérêt entre les parties prenantes de la firme et l'impact de ces conflits sur la création de valeur pour les salariés.

En effet, il s'est avéré que les coefficients associés aux deux premières variables VACF et VAACT sont positifs et statistiquement significatifs, donc les deux variables impactent positivement la valeur allouée aux salariés. Ce constat peut être justifié par le fait que les intérêts des créanciers financiers ne se chevauchent pas avec ceux des salariés, et au contraire la dette si affectée à des projets rentables peut être bénéfiques pour ces derniers. Alors qu'entre salariés et actionnaires, ce résultat basé sur des données comptables contredit les résultats obtenus grâce à des données financiers et qui stipulent que les intérêts des salariés sont lésés suite à un versement généreux de dividendes. Donc le résultat d'impact positif de la valeur créée pour les actionnaires sur celle créée pour les salariés soit

à nuancer ou encore à expliquer par l'actionnariat des salariés qui peut justifier dans ce cas cet impact positif.

Cependant, le coefficient associé à la valeur allouée à l'Etat est négatif et statistiquement significatif, montre que la valeur créée pour les salariés est influencée négativement par celle allouée aux pouvoirs publics, ce qui peut être justifié par la lourdeur des impôts subis par les salariés.

L'impact statistiquement significatif sur la valeur salariale des relations d'agence entre salariés, créanciers financiers, actionnaires et Etat, dans notre échantillon des entreprises étudié, amène à accepter l'hypothèse qui suppose l'existence d'influence des conflits d'intérêt en matière du partage de la valeur créée mais seulement sur la valeur salariale.

- La taille de l'entreprise : le coefficient associé à cette variable est négatif et statistiquement significatif, ce qui montre que la valeur salariale est impactée négativement par la taille. Résultat qui peut être expliqué par l'augmentation du risque du salarié suite à l'augmentation de la taille de la firme c'est-à-dire à l'effectif des salariés qui seront facilement substituables surtout s'il ne s'agit pas d'actif spécifique. A expliquer encore par la substitution graduelle des salariés par des machines surtout dans les entreprises de grande taille.
- Le secteur d'activité de l'entreprise : les résultats de l'estimation du coefficient associé à cette variable semblent accorder une importance particulière au secteur de l'activité de l'entreprise dans la contribution à la création de valeur salariale. En effet, l'impact positif et statistiquement significatif de cette variable peut être expliqué par le fait que les compétences sont évaluées différemment par les secteurs (services, commerce ou industrie) qui cherchent les personnes et compétences adéquates aux spécificités de chaque secteur.
- Les coefficients des variables restantes (INV, CAAECO, RLTA, MBE) sont des coefficients statistiquement non significatifs ce qui les élimine de notre cadre d'interprétation.

o Modèle de CDV pour les créanciers financiers.

La forme finale du modèle de **CDV pour les créanciers financiers** se présente comme suit :

$$CDVCF = - 1.310216 - 0.0005991 \text{ END} + 8.87e-11 \text{ DIV} - 0.0371728 \text{ CDVACT} + 0.8229983 \text{ CDVSAL} + 0.0306916 \text{ CDVETA} - 0.0082995 \text{ INV} + 0.0670729 \text{ MBE} + 0.0003729 \text{ RLTA} - 0.0277789 \text{ CAAECO} + 0.1299205 \text{ TAILLE} - 0.1135658 \text{ SECT.}$$

- Le coefficient associé à la variable de la structure financière n'est pas statistiquement significatif, et donc cette variable n'a pas d'impact sur la valeur créée pour ce partenaire : les créanciers financiers.  
L'absence d'impact de l'endettement sur la valeur créée pour les créanciers financiers, observé sur l'échantillon des entreprises cotées faisant l'objet de notre étude conduit à rejeter l'hypothèse (3) celle d'influence de la décision de financement sur la création de valeur dans le cas du partenaire : les créanciers financiers.
- Le coefficient associé à la variable de la politique de distribution est positif et statistiquement significatif ce qui va à l'encontre de la thèse du free-cash flow de Jensen (1986) qui stipule que les actionnaires peuvent demander une politique de distribution de dividendes plus généreuse, chose qui n'est pas appréciée par les créanciers qui sont généralement réticents à toute forme de prélèvement sur les bénéfices de la société. C'est ainsi que les versements qui se font au profit des uns se feront toujours

au détriment des autres. Sauf que la liberté des actionnaires en matière de cette décision est limitée que ce soit par la loi fiscale ou encore par les clauses restrictives annexées aux contrats de prêts qui régulent ces conflits par la volonté des deux parties ou encore par l'intervention de la loi via la constitution des réserves légales qui limitent les versements de dividendes aux actionnaires et constituent un fonds dans lequel les créanciers peuvent puiser en cas de liquidation.

Donc ce résultat peut être expliqué par le fait que les créanciers sont suffisamment assurés par les clauses restrictives et garanties que la distribution est un signe de bonne santé financière de l'entreprise, et de ce fait, ils voient la valeur de leurs obligations augmenter. Peut être expliqué aussi par le fait que ces créanciers peuvent bénéficier de cette politique s'ils sont également actionnaires ou détiennent des obligations convertibles.

L'impact positif et statistiquement significatif sur la valeur créée pour les créanciers financiers de l'affectation du *free cash flow* à la distribution de dividendes, sur l'échantillon des entreprises étudié, amène à accepter l'hypothèse (4) d'existence d'influence des montants distribués au titre de dividendes sur la valeur créée pour le partenaire : les créanciers financiers.

- Les variables VASAL, VAACT et VAETA respectivement la part de la Valeur Ajoutée allouée aux salariés, aux actionnaires et à l'Etat ont des coefficients statistiquement significatifs, respectivement positif négatif et positif.

L'influence positive de la variable valeur créée pour les salariés sur la valeur créée pour les créanciers financiers peut être justifié par le fait que les intérêts des ces derniers ne se chevauchent pas avec ceux des salariés, et au contraire si ces salariés ont des compétences spécifiques ou au moins sont motivés ils vont être plus productifs et rentables chose qui augmentera les flux financiers de l'entreprise et par conséquent, sera capable d'honorer ses engagements envers les créanciers qui verront également la valeur de leurs obligations augmenter.

L'impact positif de la valeur allouée à l'Etat sur la valeur créée pour les créanciers trouve sa justification dans la loi fiscale qui donne aux entreprises l'avantage de la déduction fiscale des intérêts financiers de la dette, ce qui encourage les firmes à opter pour ce mode de financement, et par conséquent, les créanciers financiers et grâce à la hausse de la demande de crédits voient la valeur de leurs titres augmenter.

Par contre l'impact négatif de la variable valeur créée pour les actionnaires sur la valeur créée pour les créanciers financiers s'explique toujours par la théorie du free cash flows qui est une arme à double tranchant. En effet, et en fonction de la politique de distribution pratiquée par la firme (généreuse ou pas), l'impact sur les créanciers financiers sera important ou moins important. Dans ce cas de figure, et puisque cette politique avait un impact négatif, ceci se traduira par une limitation de fonds de remboursement et donc un risque de défaillance et de faillite ce qui affecte négativement la valeur créée des créanciers financiers.

L'impact statistiquement significatif sur la valeur créée pour les créanciers financiers des relations d'agence entre salariés, créanciers financiers, actionnaires et Etat, dans notre échantillon des entreprises étudié, amène à accepter l'hypothèse qui suppose l'existence d'influence des conflits d'intérêt en matière du partage de la valeur créée sur la valeur créée pour les créanciers financiers.

- La taille de l'entreprise : le coefficient associé à cette variable est positif et statistiquement significatif, ce qui montre que la valeur créée pour les créanciers financiers est impactée positivement par la taille qui constituera une garantie solide pour ces derniers dans le cas de défaillance de la firme.



- Le secteur d'activité de l'entreprise : les résultats de l'estimation du coefficient associé à cette variable semblent que cette variable contribue négativement à la création de valeur pour les créanciers financiers. Ce résultat peut être expliqué par la proposition de Lewis.P et H.Thomas (1990) qui démontrent que les performances économiques et boursières varient plus à l'intérieur des groupes stratégiques qu'entre eux. Ceci signifie peut être les créanciers s'intéressent plus aux entreprises en tant que telles qu'à leur secteur et contexte concurrentiel.
- Les coefficients des variables restantes (INV, RLTC, MBE) sont des coefficients statistiquement non significatifs ce qui les élimine de notre cadre d'interprétation.
  - o Modèle de CDV pour les actionnaires (vision comptable & économique).

La forme finale du modèle de **CDV pour les actionnaires** selon l'approche partenariale se présente comme suit :

$$CDVACT = - 11.48875 - 0.0057997 \text{ END} + 2.03e-09 \text{ DIV} - 2.846866 \text{ CDVCF} + 3.258622 \text{ CDVSAL} + 1.0075 \text{ INV} + 1.387583 \text{ MBE} + 0.3227548 \text{ CAAECO} + 1.002235 \text{ TAILLE} + 0.4174833 \text{ SECT.}$$

- Le coefficient associé à la variable de la structure financière n'est pas statistiquement significatif, et donc cette variable n'a pas d'impact sur la valeur économique créée pour les actionnaires contrairement aux résultats du modèle de la valeur du marché influencée par cette variable. Ces deux résultats contradictoires peuvent être expliqués soit par la mise en cause de l'hypothèse de l'efficacité du marché financier de Casablanca, soit par la mise en cause des méthodes comptables utilisées et les manipulations de comptabilité qui pourront fausser l'analyse.  
L'absence d'impact de l'endettement sur la valeur économique créée pour les actionnaires, nous amène à rejeter l'hypothèse (3) celle d'influence de la décision de financement sur la création de valeur pour le partenaire : les actionnaires.
- Le coefficient associé à la variable de la politique de distribution est positif et statistiquement significatif.  
L'impact positif de cette variable confirme la thèse du non neutralité de cette politique dans les développements théoriques les plus récents, notamment les arguments de la théorie d'agence qui voient dans la distribution de dividendes une activité réduisant les coûts d'agence de la divergence d'intérêts opposant les dirigeants aux actionnaires. Il corrobore également avec les propositions de la théorie informationnelle qui voit en l'augmentation des dividendes distribués une information diffusée aux actionnaires que les bénéfices futurs de la société seront meilleurs que l'année précédente. En effet, ce qui importe le plus ce n'est pas le montant des dividendes distribués mais plutôt de l'information reliée aux perspectives de croissance des résultats de la société.  
Ce résultat converge avec celui trouvé grâce au modèle de création de valeur financière, et confirme l'impact positif de la distribution sur la richesse économique de l'actionnaire.  
L'impact positif et statistiquement significatif sur la valeur économique créée pour les actionnaires de l'affectation du *free cash flow* à la distribution de dividendes, sur l'échantillon des entreprises étudié, amène à accepter l'hypothèse (4) d'existence d'influence des montants distribués au titre de dividendes sur la valeur créée pour le partenaire : les actionnaires.
- Les variables VASAL, VACF respectivement la part de la Valeur Ajoutée allouée aux salariés, et aux créanciers financiers ont des coefficients statistiquement significatifs, respectivement positif négatif.

L'impact positif de la valeur salariale sur la valeur économique créée pour les actionnaires est un impact justifié par le fait que la part accaparée par les salaires n'affecte en rien la part distribuée aux actionnaires puisque il s'agit juste de la rémunération légitime attendue par chacun de ces partenaires. D'autant plus que cette part salariale si importante va motiver et rentabiliser les salariés ce qui sera bénéfique pour la rentabilité de l'entreprise et par la suite pour les actionnaires créanciers résiduels.

Alors que l'impact négatif de la part de valeur allouée aux créanciers financiers sur la valeur économique allouée aux actionnaires est un impact justifié d'une part, par le risque supporté par les créanciers en cas d'investissement (financé par la dette) non rentable, et par la responsabilité limitée des actionnaires dans ce cas, d'autre part. Dans le cas contraire, les gains réalisés vont bénéficier essentiellement aux actionnaires, ce qui justifie l'aversion de ces derniers vers les projets très risqués.

Cet impact négatif est également justifié par la politique de distribution de l'entreprise. En effet, si cette politique est généreuse surtout si elle est faite au détriment du financement d'investissements futurs, a pour conséquence la diminution de la valeur des obligations émises par l'entreprise et évaluées sur la base de cette politique de distribution. Ce raisonnement poussé à l'extrême, les obligataires se trouveront avec des créances sans aucune valeur si l'entreprise décide de vendre l'intégralité de ses actifs et de payer à ses actionnaires un dividende liquidatif.

L'impact statistiquement significatif sur la valeur économique créée pour les actionnaires des relations d'agence entre salariés, créanciers financiers, actionnaires, amène à **accepter** l'hypothèse (6) qui suppose l'existence d'influence des conflits d'intérêt en matière du partage de la valeur économique sur la part de la valeur économique allouée aux actionnaires.

- Le coefficient associé à la variable d'investissement est statistiquement significatif avec un signe positif. Ce résultat converge vers la proposition théorique qui stipule que la conséquence directe de la politique d'investissement d'une entreprise est la variation positive de la valeur ajoutée économique et de la valeur des capitaux propres s'il s'agit d'un investissement rentable. En effet, La décision d'investissement est de ce fait une décision cruciale, car le choix des projets les plus rentables seront certainement bénéfiques pour les actionnaires.
- La taille de l'entreprise : le coefficient associé à cette variable est positif et statistiquement significatif, ce qui veut dire que la valeur économique créée pour les actionnaires est influencée positivement par la taille de l'entreprise. En effet, les économies d'échelle ne pourront qu'être bénéfiques pour la production de l'entreprise et par la suite pour la valeur économique créée.
- Les coefficients des variables restantes (END, MBE, SECT) sont des coefficients statistiquement non significatifs ce qui les élimine de notre cadre d'interprétation.

o Modèle de CDV pour l'Etat.

Et la forme finale de notre modèle de **CDV pour les pouvoirs publics** sera comme suit :

$$CDVETA = 1.435528 + 0.00095 \text{ END} + 6.64e-10 \text{ DIV} + 0.3539256 \text{ CDVACT} + 0.455529 \text{ CDVSAL} + 0.6713024 \text{ CDVCF} - 0.0170665 \text{ INV} + 0.3105333 \text{ MBE} - 0.0197252 \text{ RLTC} + 0.0029797 \text{ CAAECO} - 0.1404013 \text{ TAILLE} + 0.071843 \text{ SECT}.$$

Ce modèle de valeur créée pour l'Etat s'est avéré un modèle statistiquement significatif, avec trois variables positivement influentes sur cette valeur à savoir : le montant des

dividendes, la valeur salariale, la valeur économique actionnariale, la valeur créée et allouée aux actionnaires. Ce résultat renforce l'idée que l'Etat avec son système fiscal bénéficie largement des parts de valeur allouées aux autres tiers puisque au fur et à mesure que ces parts augmentent, la part touchée par l'Etat augmente également.

## CONCLUSION

L'approche partenariale s'avère théoriquement une approche de gestion et de bonne gouvernance et reçoit un accueil favorable, notamment des dirigeants et des salariés. Cependant, l'opérationnalisme de cette valeur partenariale est le grand obstacle devant l'applicabilité de cette approche par les entreprises alors que la valeur actionnariale gagne de place grâce aux nombreuses mesures et modèles.

Par ailleurs, l'objectif de notre étude était de traiter les deux approches de Création de Valeur et de trouver des réponses aux obstacles techniques rencontrés, afin d'encourager l'idée selon laquelle que ces deux approches sont plutôt complémentaires et convergent vers le bien être de l'ensemble des partenaires de l'entreprise en général, et marocaine en particulier.

Donc notre recherche a essayé de modéliser les deux approches actionnariale et partenariale chez 47 entreprises marocaines cotées en Bourse sur la période 2005-2009, tout en testant les variables influentes sur cette Création de Valeur, notamment la décision de financement et la politique de dividende ainsi que le conflits d'intérêts entre les différents partenaires, afin de trouver d'élaborer et d'améliorer un outil d'aide à la décision financière au sein des entreprises marocaines.

*Les prolongements potentiels de la démarche proposée sont nombreux.*

Une première possibilité serait d'évaluer la Valeur actionnariale par le modèle des rendements boursiers, aussi en calculant le coût des fonds propres une fois le bêta du risque déterminé ou estimé...

Une deuxième serait de s'interroger sur l'extension de la démarche à une évaluation de la valeur partenariale dans un secteur où nous pouvons facilement extraire et identifier les coûts et les ventes d'opportunité. L'intérêt d'une telle démarche est de s'interroger, en particulier, sur l'origine du pouvoir de négociation de la firme par rapport à ses partenaires en fonction de la structure du secteur et des avantages concurrentiels des firmes concurrentes. Cette vision de la valeur partenariale introduit plutôt la notion de « valeur stratégique » (Teller, 1999) ou de « valeur substantielle » (Hoarau et Teller, 2001), plus intéressante pour l'entreprise.

Un troisième axe consisterait à perfectionner la démarche partenariale en définissant plus finement les catégories d'apporteurs de ressources, par exemple en distinguant les dirigeants des salariés au sein du capital humain, en intégrant les fournisseurs et clients... et des parties prenantes non directement impliquées dans le processus productif.

Enfin, l'introduction de d'autres variables comme la géographie du capital, la composition du conseil d'administration, de l'actionnariat dirigeants et salariés,... est un autre champ de recherche afin de pouvoir converger vers un outil de Gestion par et pour la Valeur actionnariale et partenariale au sein des entreprises marocaines grandes cotées et non cotées, et pourquoi pas PME/PMI.

La meilleure voie pour améliorer la Création de Valeur interne et externe (managériale et financière), varie en fonction des décisions financières prises, des interactions entre les différentes parties prenantes de l'entreprise, du métier, de la concurrence, du pays, de la stratégie. Autant de points sur lesquels la Direction Financière, les stratèges et les

opérationnels peuvent collaborer pour évoluer vers un outil d'aide à la décision et vers le Système de Gestion par et pour la Valeur.

### References

- Albouy, M. (1991), *Financement et coût du capital des entreprises*. Eyrolles, Paris.
- Albouy, M. et Dumontier, P (1992), *La Politique de dividende des entreprises*. Presses universitaires de France, Paris.
- Albouy, M. (2006), « Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », *Revue française de gestion* n° 160, page 332.
- Aktouf, O. (1987), *Méthodologie des sciences sociales et approche qualitative des organisations : Une introduction à la démarche classique et une critique*. Les Presses de l'Université du Québec, Montréal.
- Angade, Kh. (2005), *Financial structure and financial decision making in Small and Medium-Sized enterprises in Morocco*, Thesis for the degree of Doctor of Philosophy in the faculty of Social Sciences and Law of the University of Manchester.
- Achay, L. (2007), *Choix de financement des entreprises au Maroc*, Les cahiers du plan, N°11 janvier-février.
- Barreau, J. et Delahaye, J. (2001), *DECF manuel & applications : Gestion financière*. 10<sup>ème</sup> édition DUNOD, Paris.
- Berman, K. Knight, J. (2006), *Comprendre la finance*. Nouveaux horizons groupe EYROLLES.
- Belguelssa, B. (2004), *Economie d'entreprise*. 1<sup>ère</sup> édition.
- Bendriouch, A. (2003), *La statistique appliquée dans la gestion et l'économie*. 2<sup>ème</sup> édition COGEFOS.
- Bennet Stewart, G. (1991), *The Question for Value*. Harper Business, New York.
- Bernard, P. (1969), *Les Dividendes du progrès*. Editions Paris.
- Bertrandon, J. (2006), *La gestion des dividendes : optimiser la distribution dans le temps et dans l'espace, créer un holding pour diminuer la charge fiscale, transférer le contrôle d'une société grâce aux dividendes*. Edition-Formation-Entreprise, Paris.
- Bancel, F. (1997), *La Gouvernance des Entreprises*. Economica, Paris.
- Bogliolo, F. (2000). *La Création de Valeur*. Edition d'Organisation, Paris.
- Bouchaud, J-Ph. (1997), *Théorie des risques financiers : portefeuilles, options et risques majeurs*, Commissariat à l'énergie atomique, Paris.
- Bakir, Kh. L'efficacité des marchés financiers des pays émergents : l'exemple de la bourse de Casablanca, Laboratoire d'économie d'Orléans [Article en ligne], accès 2010.
- Bellalah, M. Réflexions sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d'information, [article en ligne], accès en 2009.
- Bellalah, M. (2003), *Finance moderne d'entreprise*. 2<sup>ème</sup> édition Economica.
- Belkadi, H. (2003), *Le gouvernement d'entreprise au Maroc*, Mémoire du Diplôme d'Etudes Supérieures Spécialisées en Ingénierie Financière, Institut d'administration des Entreprises de Bretagne Occidentale.
- Cabane, P. (2004), *L'essentiel de la finance à l'usage des managers*. Organisation, Paris.
- Caby, J. et Hirigoyen, G. (2005), *Création de valeur et gouvernance de l'entreprise*. 3<sup>ème</sup> édition ECONOMICA.
- Caby, J. et Hirigoyen, G. (2002), *La gestion des entreprises familiales*. Edition ECONOMICA.

- Caby, J. et Hirigoyen, G. (2001), *La création de valeur de l'entreprise*. 2<sup>ème</sup> Edition ECONOMICA, Paris.
- Charreaux, G. et Wirtz, P. (2006), *Gouvernance des entreprises : nouvelles perspectives*. Edition Economica.
- Charreaux, G. Le point sur ... La mesure de performance des entreprises, [article en ligne], accès en 2008.
- Charreaux, G. et Desbrieres, P. (1998), *Gouvernement des entreprises et création de valeur*, Finance Contrôle Stratégie – Volume 1, N° 2, juin, p. 57 – 88.
- Chen, A.H. et Kim, E.H. (1979), Theories of corporate debt policy: a synthesis, *The journal of finance* Vol 34, Mai.
- Denglos, G. (2003), *La création de valeur : Modèles, Mesures, Diagnostic*. Edition DUNOD, Paris.
- Denglos, G. (2010), *Création de valeur, risque de marché et gouvernance des entreprises*. Edition Economica.
- Hurlin, CH. L'Econométrie des Données de Panel, Modèles Linéaires Simples, Ecole Doctorale Edocif Séminaire Méthodologique [article en ligne], accès en 2011.
- Ibn abdeljalil, N. (2007), *Evaluation & financement des investissements de l'entreprise Manuel & Etude de cas*. 2<sup>ème</sup> Edition Edit consulting.
- Jamal, Y. (2003), *Précis d'analyse financière de l'entreprise*.
- Kasraoui, M. (2003), *Gestion fiscale de l'entreprise marocaine, conseils et cas pratiques*. Editions cabinet KESRAOUI.
- Legros, G. (2010), *Mini manuel de Finance d'entreprise*. Edition Dunod, Paris.
- Liquet, J-C. (2005), *La création de valeur en gestion*. Edition TEC & DOC, LAVOISIER.
- Modigliani, F. et Miller, M. (1973), *Coût du capital, gestion financière et théorie de l'investissement*. Finances modernes : théories et pratiques, Dunod.
- Modigliani, F. et Miller, M. (1963), Corporate income taxes and the costs of capital : a correction. *American Economic Review*, vol 53, n°3.
- McKinsey & company. Copeland, T. Koller, T. et Murrin, J. (2002), *La stratégie de la valeur : l'évaluation d'entreprise en pratique*. Editions d'Organisation.
- Morissette, D. et O'shaughnessy, W. (1990), *Décisions financières à long terme : investissement, financement, politique de dividende*. Edition S.M.G.
- Mansouri, B. (1997a), Indicateurs Simples et Indicateurs Agrégés du Développement Boursier : Cas du Maroc, *Annales Marocaines d'Economie*, n° 20, Summer.
- Mansouri, B. et Rigat, SM. (2003), Determinants of financial practices among moroccan industrial firms, 10th ERF Conference Marrakesh, Morocco, 16-18 December.
- Miloud, T. Les introductions en bourse, la structure de propriété et la création de valeur : Étude comparative entre l'Euro.NM et le NASDAQ, thèse de doctorat à l'université catholique de Louvain, Faculté des Sciences Économiques, Sociales et Politiques, Institut d'Administration et de Gestion [article en ligne], accès en 2010.
- Marra, Y. (2010), Les déterminants de la rentabilité des banques marocaines : analyse en données de panel 1993-2008. Master Finance appliquée de l'université Cadi Ayyad de Marrakech.
- Navatte, P. (1998), *Finance d'entreprise et théorie des options*. Ed Economica, Paris.
- Ouerfelli, A. (2001), La distribution des dividendes fictifs ou du mauvais usage des écritures comptables, *Revue de jurisprudence et de la législation*, N. 1 - p. 17-46.
- Peyrard, J. & M. (2001), *Dictionnaire de FINANCE*. 2<sup>ème</sup> édition Vuibert.

- Poulain-Rehm, TH. (2005), L'impact de l'affectation du free cash Flow sur la création de valeur actionnariale : le cas de la politique d'endettement et de dividendes des entreprises françaises cotées, Finance Contrôle Stratégie – Volume 8, n° 4, décembre, p. 205 – 238.
- Pariente, S. (2000), Rendement boursier, création de valeur et données comptables : une étude sur le marché français, Finance Contrôle Stratégie – Volume 3, N° 3, septembre, p. 125 – 153.
- Pavlov, A. Lasserre, P. Christoffersen, P. et Boyer, M. (2003), Création de valeur, gestion de risque et options réelles, Rapport BOURGOGNE, Mars.
- Rigar, M. (2002), *Précis de fiscalité marocaine des entreprises*. Edition Maârif, Marrakech.
- Rigar, S.M. (2003), Contribution à L'Etude des Pratique de financement des entreprises marocaines, Thèse de Doctorat en sciences de gestion, FSJES, Marrakech, Morocco.
- Rigar, S.M. (2002), Analyse du risque de défaillance des entreprises à travers leurs pratiques de financement, Al-Montada Review N°3, June.
- Rigar, S.M. & Elabjani, A.( 2001), Risque et décision de financement dans le cadre d'une gestion fiscale de l'entreprise, Revue Marocaine d'Economie et de Droit Comparé, N° 36, FSJES, Université Cadi Ayyad, Marrakech.
- Rigar, M. (2004), Le nouveau paysage financier au Maroc et son impact sur les conditions de financement des entreprises, Repères et Perspectives, N° 5.
- Serlouten, P. (1994), *Fiscalité du financement des entreprises*. Economica, Paris.
- Stewart, S. (1998), [\*EVA: The Real Key to Creating Wealth\*](#). Ed [Al Ehrbar](#).
- Salmi, J. (1985), Les dividendes de la violence : essai sur les droits de l'homme dans la société libérale, Editions maghrébines, Casablanca.
- Stafford, J. et Bodson, P. (2006), *L'analyse multi-variée avec SPSS*. Presses de l'université de Québec.
- Stiriba, L. (2007), Les métiers de conseil et la création de valeur, Mémoire de DESS en Finance d'entreprise, Ecole nationale de commerce et gestion, Agadir.
- Vernimmen, P. (2010), *Finance d'entreprise*. 8<sup>ème</sup> édition DALLOZ.
- Voutsis, C. (1965), La Distribution de dividendes fictifs : conséquences pénales et civiles, Libr. générale de droit et de jurisprudence, Paris.
- Wouters, J. (2003), *Les dividendes, la fiscalité et les comportements opportunistes*. Bruxelles : F. Larcier.
- Walter, Ch. et Brian, E. (2008), *Critique de la valeur fondamentale*. Edition Springer-Verlag France.
- Drukker, D. M. (2003), Testing for serial correlation in linear panel-data models, Stata Journal 2, pages 168-177.
- Wooldridge, J. M. (2002), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, Cambridge, MIT Press.
- Yahchouchi, G. (2006), Valeur ajoutée par les parties prenantes et création de valeur de l'entreprise, the certified accountant magazine- 1st quarter- issue 25 pages 63-66.
- La S.A. Société anonyme & Tribunaux de commerce, Editions LEGISPLUS.
- Le Code Général des Impôts (2009), 3<sup>ème</sup> édition.
- L'Atlas du management (2010-2011), L'encyclopédie du management en 100 dossier-clé, Editions d'organisation Eyrolles.
- Le guide de la bourse (2007), Supplément à la vie économique du 26 janvier.
- L'HEBDO marocain des décideurs (2010), Spécial bourse : Valeurs, recommandations et astuces, Challenge n°303 du 29 Octobre au 4 Novembre

- Ecoplus (2010), n° 47 du 22 au 28 Octobre.
- Revue mensuelle de la conjoncture économique, monétaire et financière de Bank ALMAGHREB, Mai (2010).
- Rapport final de la confédération générale des entreprises du Maroc, La gouvernance d'entreprises au Maroc, [consulté en ligne le 09-08-2011].
- <http://www.netpme.fr/fiscalite-entreprise/380-compte-courant-associe-moyen-financement-interessant.html>.
- [Le code général des impôts \(2009\), \[en ligne\], http://portail.tax.gov.ma/jctportal/wps/portal/](http://portail.tax.gov.ma/jctportal/wps/portal/).
- [La fiscalité de la BVC \[en ligne\], http://www.casablanca-bourse.com/en/right/contenu/contenu/invest/fiscali.html](http://www.casablanca-bourse.com/en/right/contenu/contenu/invest/fiscali.html).
- [www.imist.ma](http://www.imist.ma)
- [www.dart-europe.eu](http://www.dart-europe.eu)