

Les déterminants de la création de la valeur actionnariale

Dounya KERZABI

Doctorante en Finance

douniakertzabi@gmail.com

Mohamed BENBOUZIANE

mhenbouziane@yahoo.fr

Directeur du laboratoire MIFMA

Université de Tlemcen. Algérie

Résumé :

Cet article porte sur l'étude des déterminants de la création de valeur actionnariale dans les marchés boursiers marocain et tunisien, en utilisant un échantillon de 108 sociétés cotées. Afin de connaître les facteurs énoncés à créer notre valeur sélectionnée, nous utilisons une méthodologie économétrique par le programme E-views 8.

Mots clés: Valeur actionnariale –Politique de dividende–Politique financière– Politique de rentabilité–Entreprises cotées.

Abstract:

This article focuses on the study of the determinants of shareholder value creation in the Moroccan and Tunisian stock market, using a sample of 108 listed companies. To know the factors in creating our selected value, we use an econometric methodology by E-views 8 program.

Keywords: Shareholder value - Dividend policy - Financial policy - profitability policy- Listed companies.

ملخص :

تركز هذه المقالة على دراسة محددة لخلق القيمة للمساهمين في سوق الأوراق المالية التونسية والمغربية، وذلك استخدام عينة من 108 شركة مدرجة. لمعرفة عوامل خلق هذه القيمة مضافة إستخدمنا منهجية الاقتصاد القياسي من خلال برنامج E-views 8.

الكلمات الرئيسية: القيمة المضافة للمساهمين – سياسة توزيع الأرباح – السياسة المالية – الربحية – الشركات المدرجة

I- Introduction:

L'entreprise constitue le rouage essentiel de l'économie. Depuis longtemps, elle consacre ses efforts pour être concurrente sur le marché.

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 que la question de la valeur, sa création et son estimation ont toujours été le sujet de réflexion qui a pris un statut important dans la finance.

L'importance des marchés financiers et l'émergence du pouvoir des actionnaires appellent de nouveaux modes d'appréciation 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

rencontres entre actionnaires donnent aujourd'hui à ceux-ci la possibilité d'exercer une très forte pression sur les entreprises en termes de rentabilité. C'est le cas de la création de la valeur qui est une forme de contrainte que les actionnaires exercent sur l'entreprise.

Depuis toujours, les analystes financiers se sont interrogés sur la meilleure mesure de 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 est 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.

En effet, le concept de valeur pour l'actionnaire est l'un des plus vieux concepts dans l'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 notre est de savoir comment satisfaire l'actionnaire d'une part et quels sont les déterminants de cette satisfaction en essayant de savoir quels facteurs influent le plus sur la valeur actionnariale.

Pour ce travail, nous nous basons sur l'hypothèse qui affirme que seule la rentabilité et la politique de dividendes ont une influence sur cette création de valeur.

Pour tester notre hypothèse, nous avons divisé cet article en quatre points fondamentaux. Nous allons présenter d'abord la revue de littérature qui traite les fondements théoriques de la valeur actionnariale, nous exposerons ensuite les différents travaux empiriques. Le troisième point est consacré à la méthodologie de la recherche qui traite les données de l'étude (échantillon, périodicité...), le modèle utilisé et les différents tests. Dans le dernier point, nous y trouvons les principaux résultats.

II- Revue de littérature :

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 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 (G.Hirigoyen et J.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 M.J.Gordon et E.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 90 qui ont traduit cette nouvelle pensée en terme de création de valeur qui se définit comme une rente que l'entreprise apporte aux pourvoyeurs de ressources de toutes natures.

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 très forte pression sur les entreprises et

qui relie le domaine macro-économique au micro-économique en rapprochant marché financiers et comportement des firmes.

Les théories de la valeur actionnariale ont une histoire déjà longue et illustre. 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 (M.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. 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.

Au cœur des 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'efficacité des marchés boursiers, qui conduit à considérer que la capitalisation boursière représente une bonne estimation de la valeur d'une entreprise.

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 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 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 la mesure où, si les dividendes signalés s'avèrent supérieur 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 (Mahdi Selehi, et autres, 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 (M. Albouy, A. 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.

F. Fiordelisi et Ph. Molyneux, 2010 ; M. Goaiied et S. Ben Naccur, 2007 ; R. Chikwendu Asogwa, 2009 ont suggéré que le potentiel est une valeur positive et significative de création associée à la politique de dividende future et le facteur rentabilité. Ces auteurs ont utilisé les variables suivantes :

- Market to book ratio = MV/BV , comme valeur dépendante, c'est la valeur actionnariale.
- La rentabilité financière (ROE).
- La politique de dividendes (Pay-out).
- La politique financière (dettes financières).
- La Taille de l'entreprise exprimée en capitalisation boursière

Les auteurs indiquent également qu'aucune création de valeur n'est affectée par la taille de l'entreprise.

A partir de la rentabilité financière et de la politique de dividendes, les auteurs ont essayé de savoir l'effet du rendement sur la valeur actionnariale, soit le rendement général de l'entreprise (la rentabilité) ou bien le rendement des actionnaires.

Pour créer la valeur, il faut que le rendement des actionnaires soit supérieur au coût moyen pondéré. Ce dernier est le rapport entre la valeur de marché des fonds propres (capitalisation boursière pour les entreprises cotées) et la valeur de ses dettes financières, ce qui explique

l'utilisation de la capitalisation boursière et des dettes financières pour l'explication de la valeur actionnariale.

III- Méthodologie de recherche:

1- Source des données :

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 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 ressources externes. Nous 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. Et comme nous sommes dans une économie contemporaine qui relie le tissu économique aux marchés boursiers, nous allons introduire à 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.

Dans notre travail, nous nous basons donc sur les variables suivantes :

$$- \text{TSR} = \frac{\text{Cours fin année} - \text{Cours début année} + \text{dividendes}}{\text{Cours début année}}$$

Ce ratio exprime ce qui fait gagner l'actionnaire en termes d'actions et en termes de dividendes.

$$- \text{La rentabilité des entreprises : ROE} = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Capitaux propres}}$$

Ce ratio exprime la capacité d'une entreprise à générer des profits à partir de ses capitaux propres.

$$- \text{La politique de dividendes : Dividend-yield} = \frac{\text{Dividendes}}{\text{Cours boursier}}$$

C'est le rendement des actionnaires.

- La taille (capitalisation boursière).

2- Recueil des données :

Notre recherche sera élargie au niveau de la bourse de Casablanca et la bourse de Tunis.

Pour la collecte des données, nous avons été amenés à utiliser deux sources de données, à savoir les rapports annuels des bourses de Casablanca et de Tunis 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 et de Tunis

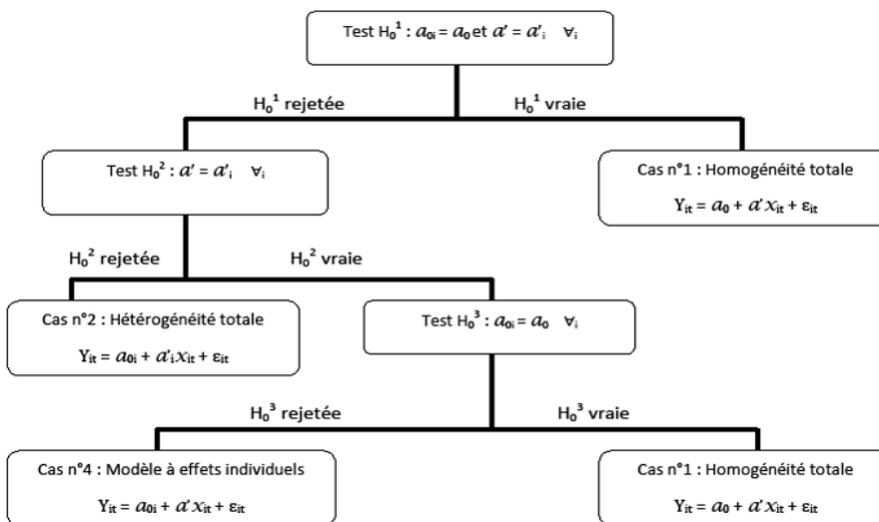
Par ailleurs, nous notons que l'échantillon initial de notre étude a subi certaines restrictions. En effet, nous avons éliminé toute entreprise qui ne crée pas de valeur.

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.

3- *Présentation du modèle :*

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 E-views 8.

A) Procédure séquentielle de tests :



B) Construction des tests :

1) **Test H¹₀ :** a_{0i} = a₀ et a' = a' _i. ∀i

Ce test d'hypothèses jointes se ramène à un test de Fisher dont la statistique est donnée par :

$$F_1 = \frac{(SCR_{c1} - SCR) / (N - 1)(K + 1)}{SCR / [N * T - N(K + 1)]}$$

SCR_{c1} = somme des carrés des résidus du modèle contraint sous l'hypothèse **H¹₀**, soit à estimer par les MCO le modèle en empilant toutes les observations. Le degré de liberté est égal à :

(N x T = nombre total d'observations) - (K + 1 = 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 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 $F_1 > F_{\alpha, ddln, ddld}$ nous rejetons l'hypothèse H^1_0 au seuil α .

2) **Test H^2_0** : $a_i = a_i$. $\forall i$

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^2_0 , 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 :

$$ddln = [(N * T) - (K + N)] - [(N * T) - N(K + 1)]$$

$$ddln = (N - 1) * K$$

❖ 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 $F_2 > F_{\alpha, ddln, ddld}$ nous rejetons l'hypothèse H^2_0 au seuil α .

Test H^3_0 : $a_{0i} = a_0$. $\forall i$

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 :

$$ddln = [(N * T) - (K + 1)] - [(N * T) - (K + N)]$$

$$ddln = (N - 1)$$

❖ 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 $F_3 > F_{\alpha, ddln, ddld}$ nous rejetons l'hypothèse H^3_0 au seuil α .

* **Le modèle à étudier est donc :**

$$TSR_{it} = a_{0i} + a_{1i} ROE_{it} + a_{2i} Debts_{it} + a_{3i} Yield_{it} + a_{4i} CB_{it} + \varepsilon_{it}$$

Le nombre total d'observations est égal à $N \times T = 496$ pour le cas marocain et $N \times T = 368$ pour le cas tunisien. Nous avons étudié chaque pays seul pour ramener une comparaison après entre les deux pays.

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 ;

CB_{it} : la capitalisation boursière de l'entreprise i à l'année t ;

ε_{it} : erreur de spécification pour la variable (i) à l'année (t) .

IV-Résultats et discussion:

Cas du Maroc

1) **Test H^1_0** : $a_{0i} = a_0$ et $a_i = a_i$. $\forall i$

$$SCR_{c1} = 1909.987$$

$$SCR = \sum_{i=1}^{62} SCR_i = 108.642759$$

$$F_1 = \frac{(SCR_{c1} - SCR) / ((N-1)(K+1))}{SCR / [N \cdot T - N(K+1)]} = \frac{(1909.987 - 108.642759) / ((62-1)(4+1))}{108.642759 / [62 \cdot 8 - 62(4+1)]}$$

$$F_1 = 10.11135 F_{TAB} = F_{305, 186}^{5\%} = 1.22 F_{cal} > F_{TAB}$$

❖ nous rejetons l'hypothèse H^1_0 au seuil 5%.

2) Test H^2_0 : $a_i = a_i$. $\forall i$

$$SCR_{c2} = 999.2429$$

$$F_2 = \frac{(SCR_{c2} - SCR) / ((N-1) \cdot K)}{SCR / [N \cdot T - N(K+1)]} = \frac{(999.2429 - 108.642759) / ((62-1) \cdot 4)}{108.642759 / [62 \cdot 8 - 62(4+1)]}$$

$$F_2 = 6.25 F_{TAB} = F_{244, 186}^{5\%} = 1.22 F_{cal} > F_{TAB}$$

❖ 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.

Cas de la Tunisie

1) Test H^1_0 : $a_{0i} = a_0$ et $a_i = a_i$. $\forall i$

$$SCR_{c1} = 515.7910$$

$$SCR = \sum_{i=1}^{46} SCR_i = 24.470636$$

$$F_1 = \frac{(SCR_{c1} - SCR) / ((N-1)(K+1))}{SCR / [N \cdot T - N(K+1)]} = \frac{(515.7910 - 24.470636) / ((46-1)(4+1))}{24.470636 / [46 \cdot 8 - 46(4+1)]} = 12.31448$$

$$F_{TAB} = F_{225, 138}^{5\%} = 1.25$$

$$F_{cal} > F_{TAB}$$

❖ nous rejetons l'hypothèse H^1_0 au seuil 5%.

3) Test H^2_0 : $a_i = a_i$. $\forall i$

$$SCR_{c2} = 322.0783$$

$$F_2 = \frac{(SCR_{c2} - SCR) / ((N-1) \cdot K)}{SCR / [N \cdot T - N(K+1)]} = \frac{(322.0783 - 24.470636) / ((46-1) \cdot 4)}{24.470636 / [46 \cdot 8 - 46(4+1)]} = 9.3241$$

$$F_{TAB} = F_{180, 138}^{5\%} = 1.29$$

$$F_{cal} > F_{TAB}$$

❖ 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.

Les résultats de la régression montrent que la plupart des entreprises de notre échantillon créent la richesse à ses actionnaires uniquement par la distribution des dividendes (Yield). Ce déterminant est peut être associé soit, aux dettes financières, soit à la capitalisation boursière. Il n'est jamais associé qu'à la rentabilité financière. Cette dernière est associée toujours avec les autres déterminants.

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 l'endettement dû à 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, puisque ces dettes doivent contribuer à l'augmentation des dividendes. La politique financière qui n'arrive à atteindre ce but, n'a pas d'effet sur notre valeur actionnariale.

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 transmettent des signaux de la qualité de gestion et par conséquent, aboutit à une création de valeur. Ce qui est cohérent avec les études antérieures et même avec les conclusions théoriques. 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 ces marchés ne s'intéressent qu'au rendement de leurs actions. Ce sont des marchés où la richesse des actionnaires n'est pas affectée par les résultats comptables des entreprises mais uniquement à ce que rapportent ces dernières à leurs actionnaires.

L'effet de la dette seule 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 et tunisiennes.

V- Conclusion:

Cet article étudie les déterminants de la valeur actionnariale créée pour les entreprises cotées à la bourse de Casablanca. Bien qu'il y a un accord générale quant à la notion de la valeur actionnariale, il y a encore du débat sur les facteurs les plus appropriés à la richesse que les entreprises créent à leurs actionnaires. Des données récentes ont montré le niveau de concurrence dans le marché boursier, la variation des prix des actions et le niveau des capitalisations boursières ont justifié la nécessité d'étudier les facteurs qui déterminent la création de la valeur actionnariale des entreprises coté au marché financier marocain.

Afin d'évaluer les facteurs déterminants de cette valeur, 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 la taille de l'entreprise exprimée en capitalisation boursière sur la valeur actionnariale créée par les entreprises dans le marché boursier marocain, en utilisant un échantillon de 62 sociétés cotées. Afin de connaître les facteurs énoncés à créer notre valeur sélectionnée, nous utilisons une méthodologie économétrique par le programme E-views 8. Les résultats montrent 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 transmettent des signaux de la qualité de gestion et par conséquent, aboutit à une création de valeur. Ce qui est cohérent avec les études antérieures et même avec les conclusions théoriques.

Bibliographie :

Albouy.M et autres, 2003, « les grands auteurs en finance », Editions EMS, Paris.

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.

- Albouy.M, Schatt.A, 2010, “La politique de dividendes permet-elle de discipliner les dirigeants?”, Cahier du Fargo n° 1100603.
- 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 2009, Garki, Abuja.
- Ben Naccour.S, Goaid.M, 2007, « The Value Creation Process in the Tunisian Stock Exchange », API/WPS 9903, Tunisia.
- Bhattacharya.S, 1979, « Imperfect information dividend policy and the bird in the hand fallacy », Belle journal of economics, vol 10, n°1.
- Fernandez.P, 2001, “A definition of shareholder value creation”, IESE Business School, Madrid, Spain.
- Fiordelisi.F, 2007, “Shareholder value efficiency in European banking”, Journal of Banking & Finance 31 (2007).
- 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 in efficiency European banking”, Journal of Banking & Finance 34 (2010). Goa University, Goa on Oct 1-3, 2010.
- Gordon.M.J, Shapiro.E, 1956, “Capital equipment analysis: The required rate of profit”, Management science, vol3, October.
- 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.
- Jalaja. K.R, 2010, “Shareholder value creation in India- A sectoral analysis”, All India Commerce Conference to be held at
- Jensen.M.C, 1986, “Agency costs of free cash flow: corporate finance and takeovers”, American economic review.
- 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.
- Poulain-Rehmt, 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.
- Rappaport.A, 1986, “Creating shareholder value”, The free press, New York.
- Ross.S.A. 1977, “The determination of financial structure: the Incentive-Signalling Approach”, Bell journal of economics, n°8.
- Selehi.M, Valipor.H, Youcefi.Z, 2011, “A study of value creation criteria: A Iranian scenario”, African journal of business management, vol 5 (10).
- Williams.J.B, 1938, « The theory of investment value », Harvard university press, Cambridge.