

**Politique de dividendes et valeur actionnariale : controverse autour de
l'équilibre entre rémunération immédiate et croissance à long terme.
Dividend Policy and Shareholder Value : A Controversy Over the Balance Between
Immediate Payout and Long-Term Growth.**

LOUMI Lynda¹, Dr. ASSOUS Nassima²

¹Doctorante à l'UMMTO / Université Tizi Ouzou (Algérie) / lynda.loumi95@gmail.com

²Maitre de Conférence Classe A à l'UMMTO (Tizi Ouzou) /nassima.assous@yahoo.com

Reçu le:09/09/2025

Accepté le:15/12/2025

Publié le:31/ 12/2025

Résumé:

La politique de dividendes demeure un sujet de débat intense, suscitant de nombreuses interrogations depuis plusieurs décennies. En 1976, Fischer Black a qualifié cette problématique comme un "puzzle" dont les pièces semblent difficiles à assembler. Cette controverse a pris de vraies ampleurs lorsque de nombreux chercheurs se sont penchés sur la question de savoir si la politique de dividendes représente réellement un frein ou un moteur pour la création de valeur actionnariale.

C'est dans ce cadre que s'inscrit l'objectif de ce présent article, en essayant d'exposer une revue de la littérature qui met en lumière les enjeux de la politique de dividendes et de s'interroger empiriquement sur sa capacité à constituer un levier d'appréciation significatif de la valeur actionnariale, via une analyse statistique appliquée au cas du groupe « Saïdal ».

Mots clés : la politique de dividendes, création de valeur, valeur actionnariale.

Jel Classification Codes : G32, G35.

Abstract:

Dividend Policy remains a subject of intense debate, raising numerous questions over the past several decades. In 1976, F. Black described this issue as a "puzzle" with pieces that seem difficult to fit together. This controversy gained significant momentum as numerous scholars investigated whether dividend Policy is truly an obstacle or a driver of shareholder value creation.

It is within this context that the objective of the present article is situated: to present a literature review that highlights the key issues surrounding dividend policy and to empirically examine its ability to serve as a significant lever for enhancing shareholder value, through a statistical analysis applied to the case of the "Saïdal" group.

Keywords: dividend Policy, value creation, shareholder value.

Jel Classification Codes: G32, G35.

Auteur correspondant : LOUMI Lynda, Email : lynda.loumi95@mail.com

1. Introduction :

L'environnement économique a connu d'importantes mutations sous l'effet de deux dynamiques majeures : la globalisation et la financiarisation de l'économie. Ces phénomènes se sont manifestés par une montée en puissance des marchés et du secteur financier. De plus, au cours des trente dernières années, l'essor économique significatif des investisseurs institutionnels a profondément transformé la structure de l'actionnariat des entreprises. À

l'échelle mondiale, ces investisseurs institutionnels sont devenus les principaux détenteurs de capitaux des sociétés.

A l'instar de profondes transformations de l'environnement dans lequel opèrent les entreprises cotées, ces dernières sont confrontées à des exigences croissantes imposées par un cadre en perpétuelle mutation. Face à ces défis et aux risques associés, les entreprises doivent faire preuve de flexibilité, maintenir leur rentabilité, renforcer leur compétitivité et s'engager activement dans la création de valeur.

Dans ce contexte, il devient crucial de revisiter la problématique de la création de valeur, en particulier celle de ses bénéficiaires qui soulève la question fondamentale : pour qui crée-t-on de la valeur ? En se référant aux travaux académiques en finance d'entreprise, on constate que la théorie financière se focalise souvent sur la création de valeur pour les actionnaires. Cette conception de la firme développée au service exclusif des actionnaires comme principaux bénéficiaires peut s'expliquer, en grande partie, par la pression croissante et significative exercée par les fonds de pension et les investisseurs institutionnels.

Par ailleurs, la charpente des travaux des précurseurs qui ont contribué à la compréhension de l'ensemble des facteurs qui influent la création de valeur, posent initialement comme question centrale s'il existait une décision financière qui maximise la valeur de la firme, par conséquent la création de valeur pour les apporteurs de fonds. Egalement, la problématique de devoir verser les dividendes ou non semble aussi comme question qui a écoulé l'ancre de plusieurs théoriciens ; cette dernière fut l'objet d'une controverse qui s'est affronté pour plus de quarante ans, et ce depuis les travaux de James E. Walter (1956), John Linter (1956), Myron J. Gordon (1959) et Franco Modigliani et Merton Miller (1961). Ce débat théorique autour de l'influence de la politique de dividendes sur la valeur actionnariale serait l'objet d'étude de la présente recherche.

En outre, la politique de dividendes constitue un choix stratégique entre la distribution des bénéfices aux investisseurs sous forme de dividendes ou la rétention des profits afin de renforcer la capacité d'autofinancement de l'entreprise. À ce jour, la détermination d'un niveau optimal de distribution reste un enjeu non résolu, suscitant encore des débats au sein de la recherche académique et de la pratique managériale. Il en est bien de signaler, que l'évolution des pratiques en matière de politique de dividendes au fil du temps met en lumière l'existence de deux courants de pensée historiquement opposés. Le premier soutient la non-neutralité de la politique de dividendes sur la valeur de l'entreprise, affirmant que cette politique exerce une influence directe sur la valeur de la firme. Selon cette approche, la politique de distribution évolue d'une distribution totale des bénéfices à une distribution résiduelle, puis à une distribution stable avec un taux cible. Le second courant, soutenu par Modigliani et Miller, fondateurs de théorèmes emblématiques sur l'impact des décisions financières sur la valeur de la firme, avance une position de neutralité en appliquant l'analyse économique aux questions de finance d'entreprise.

C'est dans le cadre de ces divergences théoriques observées que s'inscrit l'objet de notre étude, permettant ainsi, d'éclairer la nature de lien entre la politique de dividendes et la valeur actionnariale, en posant la problématique suivante :

Distribution de dividendes ou Réinvestissement : Quelle stratégie pour maximiser la valeur actionnariale ?

Cet article est structuré de la façon suivante : la première section est consacrée à la distinction étymologique entre la valeur actionnariale et la capitalisation boursière. Dans une seconde section, nous nous développons les raisons de la prééminence de l'approche de la création de la valeur actionnariale en finance d'entreprise. Ainsi, notre étude s'attache à différencier la simple distribution de dividendes d'une véritable politique de dividendes structurée dans le long terme. Puis, nous nous intéressons à développer la revue de la littérature qui met en lumière le lien entre la politique de dividendes et la création de valeur actionnariale. Enfin, nous nous illustrons notre cadre théorique développée tout en examinant l'impact de la politique de dividendes sur la création de valeur à travers une étude de cas, il s'agit du groupe pharmaceutique SAIDAL cotée à la bourse d'Alger.

2. La valeur actionnariale et capitalisation boursière : Relation ou Opposition ?

En finance d'entreprise, l'impératif à signaler que la distinction étymologique entre deux concepts financiers fondamentaux est incontournable : celui de la capitalisation boursière et la valeur actionnariale. Bien qu'étroitement liés, ces deux notions se distinguent dans leur définition et leur utilisation. A ce titre, il semble important de mettre une clarification précise pour écarter toute confusion dans leur interprétation et leur application.

Cependant, On entend par capitalisation boursière, ou autrement, capitalisation de marché, la valeur totale de toutes les actions en circulation pour une firme cotée en bourse, valeur issue de multiplication du prix actuel de l'action par le nombre total d'actions en circulation pour une entreprise donnée. Précisément, C'est une mesure de la valeur de marché d'une entreprise à un moment donné. Elle représente la perception que le marché attribue à la valeur globale des actions de l'entreprise, en se basant sur la loi de l'offre et de la demande (VERHOUSTRAETEN, 2015). A ce stade, il en est bien de constater que la capitalisation boursière est volatile aux mouvements du marché et suit ses fluctuations, ce qui la qualifie d'une mesure instantanée du cours de l'action. A ce fait, elle est en aucun cas une mesure précise de la valeur réelle d'une entreprise en raison de non prise en considération des autres sources de financement à savoir la dette ou d'autres actifs et passif financiers.

Tandis que, la valeur actionnariale peut se définir comme la rente distribuée aux apporteurs de fonds, c'est-à-dire la valeur créée pour l'ensemble des actionnaires d'une entreprise donnée. Elle représente le retour sur investissement qu'obtiennent les actionnaires soit par voie de distribution de dividendes ou via l'appréciation du capital engendrant des plus-values lors de la revente de leurs propres actions détenues (Franco MODIGLIANI, 1961). Le concept de création de valeur actionnariale vise à maximiser les rendements pour les actionnaires en prenant des décisions stratégiques pertinentes à long terme qui favorisent l'accroissement de la valeur intrinsèque de l'entreprise, ce qui se reflète finalement dans le cours de l'action. Ainsi, il en est que de constater que la création de la valeur actionnariale est plus axée dans le futur qui se détermine par les dividendes antérieurs et essentiellement par la capacité de la société à générer des bénéfices, à optimiser ses investissements et à distribuer de la valeur à ses actionnaire.

A l'instar de cette distinction, il en est bien de comprendre qu'il existe effectivement un lien entre ces deux concepts dont la capitalisation boursière peut être considérée comme un reflet de la valeur actionnariale, dans la mesure où elle traduit les attentes des investisseurs en

matière de génération des performances et de profits futurs puisque une entreprise qui réussit à maximiser la valeur actionnariale verra souvent sa capitalisation boursière à la hausse dans le long terme.

3. Création de la valeur actionnariale : paradigme dominant difficile à contester

La prééminence de l'approche de création de la valeur actionnariale en Finance n'est pas surprenante, bien que le concept de création de valeur ait toujours été présent dans l'esprit des dirigeants d'entreprise, il a pris une importance croissante au fil du temps, et ce depuis la séparation de la propriété du contrôle (termes de Berles et Means en 1932), ce qui a ouvert aux dirigeants un espace de liberté dans la prise de choix stratégiques. Tandis que, cette autonomie acquise par les dirigeants constitue pour les fournisseurs de fonds un champ terrifiant qui traduit leur panique envers une gestion inefficace qui ne va pas de même avec leurs intérêts. De surcroît, autant l'actionnaire apporte des ressources à la firme, en contrepartie, il attend une rémunération. Etant, dans une entreprise fermée, dans laquelle le dirigeant est le principal actionnaire, la confusion des intérêts ne nécessite pas de contrôler le dirigeant. En revanche, dès lors que des actionnaires externes sont sollicités, le contrôle s'impose (GINGLINGER, 2002). Cependant, une forte pression et un contrôle est exercé par la direction des firmes, et en compte tenu de plusieurs facteurs, la culture de la création de valeur pour les actionnaires gagne une place prépondérante au centre de la politique globale des entreprises cotées en bourse.

Au-delà de l'exposition des opérations de fusions et d'acquisition dans les années quatre-vingts, une large diffusion de pratiques de valorisation s'est succédée. On assiste depuis la décennie suivante, à un essor médiatique considérable du concept de création de valeur pour les actionnaires, un succès s'explique notamment par l'expansion des marchés financiers et l'intensification des dynamiques économiques qui en découlent (Florence PIERRE, 2004).

L'argument clé met en avant que la montée en puissance des investisseurs institutionnels a apporté une influence croissante sur les entreprises, contribuant ainsi, à favoriser la création de valeur actionnariale (Laurent Cappelletti, 2002). En raison ; d'une part, de leur pression sur une gestion efficace en cherchant à maximiser le rendement de leurs bénéficiaires. Ainsi, pour leur surveillance accrue dont ils affectent des équipes de recherche qui veillent à jouer le rôle de surveillance actif de toutes pratiques des entreprises dans lesquelles ils investissent. D'autre part, par leur influence sur les politiques d'entreprise, et ce, par l'exercice de leur droit de vote dont leurs voix aura sans doute un poids significatif vers l'orientation des décisions stratégiques et le choix de gestion de l'entreprise vers ce qu'il fait valoir leur position, plus précisément vers ce qui crée de la valeur pour leurs clients.

Par ailleurs, cette vision moniste de création de valeur actionnariale induit l'intérêt bien compris des investisseurs, mais cette dernière ne fait pas objet d'unanimité dont ces opposants projettent vers la défense de l'intérêt social de différentes parties prenantes composant la firme (clients, fournisseurs, dirigeants et employés...etc.). C'est une vision pluraliste de la création de valeur (stakeholders), autrement dit, selon cette thèse l'entreprise n'aurait pas uniquement à considérer l'intérêt unique des investisseurs, mais également elle aurait à prendre en considération aussi les intérêts des autres tenants de l'entreprise.

Toutefois, dans la perspective de la création de la valeur partenariale, ses partisans défendent l'idée selon laquelle la firme ne peut prospérer en aucun cas sans la satisfaction des objectifs de l'ensemble d'acteurs, individus qui la regroupent. Ces parties prenantes, désormais dénommées par le terme « stakeholders », puisqu'elles s'impliquent d'une manière à autre dans le fonctionnement de l'entreprise, le système de gouvernance partenariale doit apparaître pour veiller à assurer la pérennité de l'alliance, garantissant ainsi que l'entreprise reste durablement créatrice de valeur pour les différentes parties prenantes (Laurent Cappelletti, 2002). A ce stade de réflexion, il apparaît que cette vision pluraliste insiste d'envisager un changement radical dans l'objectif fondamental de l'entreprise, où la maximisation de la valeur actionnariale céderait entièrement la place à la maximisation de la valeur partenariale (Gérard CHARREAUX, 1998).

En effet, parmi les arguments avancés par les adhérents de ce nouveau courant moderne, on trouve l'idée que l'intérêt à long terme de l'entreprise ne peut être garanti que par une approche intégrant les dimensions sociales. Autrement dit, cela implique la création de valeur sociétale au profit de l'ensemble de ses parties prenantes. Ces derniers critiquent ainsi la logique actionnariale, qui tend à privilégier l'intérêt exclusif des actionnaires au détriment des autres parties prenantes. Cependant, ils défendent leur position en avançant que : dans la majorité des cas, en raison de difficultés financières l'actionnaire peut se débarrasser aisément de son titre financier et de réaffecter son épargne vers une autre société, chose semble difficile pour un employeur qui ne jouit pas de la même flexibilité lorsqu'il s'agit de changement d'emploi où l'employé se retrouve face à un chômage non volontaire.

Depuis lors, de nombreuses études ont vu le jour pour inciter à adopter cette démarche pluraliste dont leur objectif majeur est d'identifier des outils de mesure adéquats pour appréhender la valeur partenariale. A ce niveau, on trouve certains auteurs comme Gérard Charreaux et Philippe Desbrières qui ont proposé une solution intéressante. A l'instar de leur étude en 1998, inspirée des travaux de deux auteurs A. M. Brandenburger et H. W. Stuart (1996), ils mettent en lumière une mesure de la valeur partenariale ; la nouveauté induite c'est en proposant un raisonnement pris dans un cadre simplifié de chaîne de valeur d'une entreprise qui ne dispose que d'un unique client et d'un unique fournisseur. Dans cette logique, ils suggèrent la définition suivante : « *Sur l'ensemble de la chaîne de valeur, la valeur créée correspond à la différence entre le prix d'opportunité pour le client et le coût d'opportunité pour le fournisseur* » (Gérard CHARREAUX, 1998). Il est dès lors possible, de comprendre à travers cette définition que l'accent est bien mis sur les notions de prix et coûts d'opportunité comme variables déterminantes de la valeur créée : détail qui expose aussitôt sa complexité en remettant en lumière la problématique de l'insuffisance de l'information comptable dans l'identification de ces grandeurs étrangères qui s'échappe aux outils traditionnels de la comptabilité. De plus, la difficulté se révèle également dans sa transposition aux différentes parties prenantes, ce qui requiert l'estimation de plusieurs transactions interagissant avec la firme.

En revanche, ces auteurs plaident en faveur de l'idée que la firme crée fréquemment de la valeur, mais la répartition est faite de telle manière qu'un des stakeholders reçoit une rémunération explicite inférieure à sa rémunération d'opportunité (Gérard CHARREAUX, 1998). En outre, la création de la valeur partenariale peut se résumer selon ces auteurs par un meilleur partage favorable de la valeur créée entre les différentes parties-prenantes, et ce

par le biais d'une rémunération supérieure au coût d'opportunité de chacune des parties. A titre d'illustration, pour un salarié : toute rétribution en numéraire correspond à un salaire d'efficience induit à une amélioration des gains de la productivité, en parallèle, pour un dirigeant : partie-prenante censé d'accroître la valeur, il serait judicieux qu'il tire avantage de la valeur générée, en particulier sous une forme incitative, favorablement perçue à travers une rémunération indexée à cette valeur produite et plus approprié que sa fraction soit associé au capital.

Cependant, nous pourrions énoncer que les tenants de cette vision pluraliste vont plus loin dans leur négation pour la création de la valeur actionnariale comme bien argumenter par l'auteur Félix BOGLIOLO dans son ouvrage intitulé « la création de valeur » dont ces derniers lui font penser aux hommes politiques dont les promesses électorales n'engageraient que ceux qui veulent bien les écouter. Partant de raisonnement de cet auteur, cette négation envers la valeur actionnariale peut paraître exagérée au vu de plusieurs raisons : d'une part, il en est en aucun cas possible de nier l'apport des parties prenantes et il devient crucial de connaître que leur satisfaction constitue une priorité pour toute entreprise basée sur un système de gestion par la valeur. En effet, c'est uniquement une entreprise qu'est financièrement saine, qui jouit d'une importante capacité à proposer autant de perspectives attractives aux investisseurs, chose qu'ils leur permettent d'être confiés de réinvestir aisément leurs fonds. De plus, il convient ainsi, qu'avant tout c'est cette même entreprise qui serait au premier à l'écoute de ses propres clients en leur assurant un service après-vente de haut niveau, et de répondre à leur attentes en produisant des biens et services de qualité à un prix adéquat. Ainsi, c'est ce genre d'entreprise prospère qui continue sans relâche à déployer autant d'efforts et de s'investir pleinement pour instaurer un partenariat solide et un champ de confiance visant à renforcer des relations harmonieuses avec tous ses fournisseurs. De surcroît, il devient clairement que c'est dans cette entreprise pérenne que trouve le personnel une atmosphère agréable régnée par un plaisir de déployer tous leurs efforts pour une firme qui perpétuellement comble leurs attentes lucratives et satisfait sans interruption leurs besoins de profit, tout en veillant à leur promouvoir un milieu sain et confortable en mettant en place des infrastructures conformes aux conditions de sécurité et d'hygiène. Cependant, il en est bien de comprendre à travers la vision de cet auteur que la satisfaction des parties prenantes ne représente qu'un moyen de parvenir à l'objectif ultime de l'entreprise : la création de valeur actionnariale. Il est donc important, de ne pas confondre les moyens avec la finalité, cette dernière étant la création de valeur pour les actionnaires, tandis que les moyens pour y parvenir peuvent être divers (Félix, 2001).

Par conséquent, l'impératif à signaler que la création de la valeur partenariale implique une vision élargie de la firme mais elle reste une démarche souhaitable car sa mise en œuvre rencontre des difficultés, d'une part en matière d'outils de mesure ; problème de mesure encore non résolu. D'autre part, les enjeux restent ambigus et sont difficiles à formaliser en normes de standards applicables car la majorité des parties prenantes n'ont généralement qu'un droit de surveillance sur l'entreprise, sans pour autant de bénéficier d'un droit de propriété qui est réservé exclusivement aux actionnaires. Certes, c'est uniquement à eux que revient ce droit de propriété, au vu qu'ils sont les créanciers résiduels de la firme ; autrement dit, ils ne peuvent mettre la main et de même de se servir du bénéfice, c'est qu'une fois qu'après la rémunération de tous les autres ayant droit (VERHOUSTRAETEN, 2015). De plus, ce droit résiduel s'exerce même lors de situation de détresse financière, alors, cette prise de risque les confère totalement la position de détenteurs légitimes en

exerçant leur droit de vote, influençant ainsi la prise de l'ensemble de décisions stratégiques au sein de la société. Cependant, ce privilège décisionnel autant ne peut être attribué aux autres parties prenantes, leurs objectifs restent difficiles à être alignés respectivement avec ceux des actionnaires, rendant ainsi inégales d'en avoir le même niveau de partage de la valeur créée sans que les créanciers résiduels soient les prioritaires d'en bénéficier.

4. Distribution de dividendes versus la politique de dividendes : deux voies vers la création de la valeur actionnariale

En finance d'entreprise, la question centrale qui en découle pour toute société cotée en bourse qui adopte un système de gestion basé sur la création de la valeur actionnariale, c'est de savoir comment garantir la confiance de ses investisseurs et de satisfaire leurs attentes afin de maintenir leur disposition à investir. A ce propos, ce que ne peut s'échapper aux yeux des dirigeants, est que l'attention se porte fréquemment sur l'enrichissement des actionnaires comme une récompense aux risques assumés par ces derniers. Pour ce faire, l'idée prédominante est que cette rémunération d'actionnaires comme un retour de leur investissement, fréquemment passe par le versement de dividendes : idée constituant, pour certains, le mécanisme d'enrichissement le plus créateur de valeur actionnariale ; à ce titre, quant est alors du rôle de la politique de dividendes ?

En effet, à titre de mon expérience, et ce, lors d'une discussion sur ma problématique de recherche concernant l'impact de la politique de dividendes sur la création de valeur pour les actionnaires, un professeur de mon université a soulevé une critique intéressante. Selon lui, lorsqu'il s'agit de la question de création de valeur actionnariale, il serait plus pertinent de parler de la « distribution de dividendes » plutôt que de « politique de dividendes ». Cette remarque suggère une distinction subtile mais importante, qui ouvre une voie d'investigation qui met en lumière la question de savoir si la création de valeur pour les actionnaires implique-elle exclusivement la distribution de dividendes, ou autrement, la politique de dividendes se limite-elle exclusivement à la distribution pour la qualifier de génératrice de valeur pour l'ensemble des bailleurs de fonds ? Cette problématique mérite une exploration approfondie afin de mieux définir la politique de dividendes et d'appréhender les mécanismes par lesquels les dividendes influencent la création de valeur actionnariale.

Cependant, avant d'exposer les contributions de la théorie financière concernant l'impact de la politique de dividendes sur la création de valeur actionnariale, il convient de souligner que, tant pour chercheurs novices ou autre, que la distinction entre la distribution de dividendes et la politique de dividendes paraît à un certain stade comme élément clé permettant de décortiquer les ambiguïtés entourant leur impact sur la création de valeur.

En termes de création de valeur actionnariale, la différence entre la politique de dividendes et la distribution de ces derniers paraît essentiellement à travers l'incidence de chaque concept dans la gestion financière d'une entreprise.

Dans ce contexte, il est utile de bien préciser que la distribution de dividendes renvoie à une action concrète et spécifique de verser une fraction de bénéfice de l'entreprise à ses actionnaires sous forme de dividendes. Cette opération constitue pour l'entreprise un moyen direct de rémunération de ses apporteurs de fonds en leur procurant un revenu immédiat

(Jonathan BERK, 2008). A ce titre, cette distribution ne représente qu'uniquement une amélioration de rentabilité instantanée pour les investisseurs qui est perçue comme un retour de leur investissement et d'une rétribution à court terme ; et n'implique pas forcément une création durable de valeur actionnariale.

La politique de dividendes, quant à elle, renvoie à une décision financière impliquant un choix stratégique en matière d'affectation des profits de l'entreprise ; une décision prise à long terme par la direction intégrant les options liées au montant à verser aux actionnaires, à la part du bénéfice destinée au réinvestissement pour améliorer la croissance future de l'entreprise. Ce choix implique une approche stratégique qui vise à définir un niveau idéal entre le versement de dividendes d'une part, et la rétention de bénéfice pour répondre aux besoins de réinvestissement pour renforcer la capacité d'autofinancement en d'autres parts (Jonathan BERK, 2008).

Par conséquent, en termes de l'impact sur la création de valeur actionnariale, on se réfère à la définition d'une politique de dividendes, plutôt qu'une distribution de dividendes immédiate ; raison pour laquelle, une politique soigneusement ajustée joue un rôle significatif pour garantir la stabilité de la confiance des investisseurs, améliorer favorablement la croissance future et la capitalisation boursière de la firme en question.

A ce stade de réflexion, l'identification d'un seuil optimal de distribution est la problématique qui a plus largement animés de débats en finance d'entreprise ; car les entreprises cotées se trouvent confrontées à une énigme majeure : choisir entre la rétention des bénéfices pour investir dans des projets à fort potentiel de croissance ou les distribuer sous forme de dividendes. Cette décision repose sur l'hypothèse selon laquelle ces investissements pourraient générer une augmentation significative de bénéfices futurs, entraînant ainsi une croissance de la valeur actionnariale potentiellement supérieure à celle qui résulterait de la distribution des bénéfices.

5. Revue de littérature : politique de dividendes et l'identification d'un seuil optimal, un défi non élucidé

La capacité des entreprises cotées en bourse à relever ce défi de création de valeur actionnariale : dépend de leurs pratiques professionnelles, ainsi que, de leurs décisions stratégiques qui se traduisent par la maîtrise de tous les facteurs déterminants susceptibles d'affecter la création de cette valeur.

La politique de dividendes est l'une des décisions financières au sein de l'entreprise, comparée à celle d'investissement ou au choix de la structure de financement, à première vue, elle apparaît comme question secondaire et relativement simple. Après tout, il s'agirait uniquement de verser une part de bénéfice aux actionnaires. Chose qui ne soit plus une évidence, lorsqu'il s'agit d'explorer les raisons pour lesquelles les firmes distribuent des dividendes, ainsi que l'impact potentiel de cette décision sur la valeur de la firme, les réponses se révèlent complexes et encore moins d'être consensuelle (ALBOUY, 1990).

Cependant, face à une divergence de préférences des actionnaires vis-à-vis du mode de rémunération dont certains souhaitent obtenir des revenus de leurs placements provenant, essentiellement, du versement de dividendes, à l'encontre d'autres qui se voient dans le revenu sur capital, un privilège. A l'évidence, une politique de dividendes lisible semble

importante pour répondre aux exigences des actionnaires d'une part, mais également sans vouloir nier l'incidence de cette décision sur les perspectives de croissance de l'entreprise en d'autre part. A ce propos, une analyse de l'apport de la littérature sur la problématique de l'impact de la politique de dividendes sur la valeur de la firme ou encore la richesse des actionnaires sera l'objet de cette présente section.

En effet, un grand intérêt est porté par les analystes financiers, managers et les actionnaires sur le suivi et l'étude de cette décision majeure dont une littérature abondante en finance d'entreprise révèle au premier temps, un enrichissement théorique depuis les publications de Walter (1956), Lintner (1956) et celle de Modigliani et Miller (1961). On assiste depuis, à l'ouverture d'un débat académique qui ne cesse d'évoluer d'une manière continue dont les analystes cherchent à justifier les différents choix en matière de politique de dividendes, autrement dit leurs réflexions tentent de répondre à la question fondamentale de savoir : pourquoi certaines entreprises préfèrent-elles de distribuer des dividendes élevés, tandis que d'autres en versent moins, voire aucun ?

A ce stade, il convient de signaler que la base théorique qui a initiée ce débat scientifique portant sur la politique de dividendes s'enracine dans la théorie résiduelle de dividendes, celle de « Bird in hand », et celle de la neutralité de Modigliani et Miller . Dès lors, ces théories constituent un socle académique par lequel d'autres auteurs se sont inspirés pour enfin ouvrir d'autres angles d'analyses qui tentent de justifier le choix en matière de la politique de dividendes.

En outre, il serait opportun de préciser que les réflexions préliminaires de la théorie résiduelle de James E. Walter (1956) peuvent être considérées comme étant la définition d'un taux de rétention des bénéfices dont le dividende ne constitue qu'uniquement un paiement d'un solde résiduel (TALEB, 2019). Selon cette optique, le dividende constitue une variable d'ajustement, dépendante de niveau de rentabilité des projets offerts à l'entreprise. Autrement dit, la distribution de dividendes constitue une décision résiduelle qui n'aura plus de lieu tant que l'entreprise dispose pleinement d'opportunités d'investissement dont leur rentabilité est suggérée être supérieure au coût du capital, les bénéfices doivent prioritairement être réinvestis. Ce n'est qu'en l'absence d'opportunités d'investissement rentables que la distribution de dividendes devient justifiée.

Mais une telle conclusion devrait avoir comme incidence d'observer des modifications importantes dans la politique de dividendes pratiquée par les entreprises au fil des années tant que cette approche accorde une importance primordiale aux investissements. A l'opposé, la réalité du comportement des entreprises bénéficiaires s'avèrent l'existence d'une telle politique de distribution de profits où la plupart adoptent rarement une politique qui consiste à ne rien distribuer (0%) ou à distribuer la totalité de ses profits (100%) comme le prouve Lintner (1956) dans son fameux modèle d'ajustement partiel que les entreprises essayent la plupart du temps à maintenir une certaine stabilité au niveau de leurs taux de distribution de dividendes. (TALEB, 2019)

Dans cet ordre d'idées, les travaux de John Lintner en 1956 se sont inscrits pour la première fois dans la théorie de « Bird in the hand », tout en mettant en avant une perspective importante ; celle de la non –neutralité de la politique de dividendes sur la valeur de la firme en s'opposant la célèbre théorie de M et M. A ce titre, l'expression « un oiseau dans la main vaut mieux que deux dans le buisson » postule le comportement des investisseurs qui est qualifié du prudent, traduisant une faible tolérance pour la prise de

risque face à l'incertitude. Dans ce contexte, les actionnaires ont tendance à marquer une préférence à percevoir des dividendes aujourd'hui, mieux que d'espérer des gains futurs incertains (plus-value sur les actions) (ALBOUY, La politique de dividendes des entreprises, 1992).

A ce titre, selon la logique de cette théorie, il convient aux dirigeants des entreprises de privilégier la distribution d'une partie des profits plutôt que leur rétention intégrale. Comme bien prouvé par Lintner dans son modèle d'ajustement (1956) qui repose avant toute formulation sur des constatations suite à ses travaux d'enquête effectués auprès de 28 entreprises américaines dont l'objectif visé est d'explicitier le comportement des entreprises ou encore la réalité constatée en matière de distribution de profits. Partant de ce constat, il s'est avéré que les entreprises essayent la plupart du temps à adopter une politique de dividende stable et constante qui s'orientent vers la fixation d'un certain taux de distribution cible "the Target Payout Ratio", soit approprié pour chacune des firmes en fonction de leur bénéfice (VERHOUSTRAETEN, 2015).

Ainsi, cette thèse de non-neutralité est également soutenue par Gordon (1959), qui rejoint le raisonnement de Lintner qui considère que les investisseurs manifestent une aversion pour le risque, ce qui les incite à préférer de placements sûrs. L'analyse de Gordon reflète à nouveau la préférence des actionnaires pour le revenu immédiat (dividendes) à une ressource aléatoire dans le futur, raisonnement sur lequel, les deux auteurs Gordon et Shapiro se sont basés pour développer une formule simplifiée de la valeur d'un titre financier qui résulte de la somme actualisée à l'infini des revenus futurs qu'il produira, c'est-à-dire en fonction des dividendes futurs qui seront versés par l'entreprise (ALBOUY, La politique de dividendes des entreprises, 1992).

Toutefois, les suggestions théoriques développées par le courant de non-neutralité affirment que la valeur de la firme est déterminée par les dividendes versés ; une conviction largement partagée dont la distribution de dividendes constitue un pilier fondamental dans la politique financière des entreprises. Au-delà de ce raisonnement, un nouveau débat a vu le jour, est bien celui d'existence d'un niveau de distribution de dividendes optimum pour lequel la valeur de la firme ou encore la richesse des actionnaires seraient maximisées était source de réflexion de nombreux auteurs. Mais à défaut d'une réponse affirmative, certains auteurs ont considéré pour la simple raison que l'absence d'un niveau de dividendes optimum témoigne la neutralité.

Ce n'est qu'en 1961, plus particulièrement avec le prolongement de la célèbre thèse de neutralité de Modigliani et Miller de la structure financière, que ces auteurs ont publié leur article intitulé « Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares » dont l'apport semble plus théorique que pratique vu leur positionnement sur des hypothèses de la théorie d'efficience des marchés financiers (la symétrie informationnel, rationalité des investisseurs, absence de distinction de modalité d'imposition entre dividendes et les gains en capital,...etc.).

C'est dans ces conditions d'un marché parfait que le rôle des dividendes semble devenir de moins en moins pertinent et que M et M arrivent à suggérer que la valeur de la firme ou encore la richesse des actionnaires était indépendante de sa politique de dividendes et qu'elle dépend uniquement de sa capacité à générer des flux de trésorerie futurs résultante de la rentabilité de ses investissements. Face au raisonnement de ces deux auteurs, l'investisseur est en mesure de choisir sa propre politique de dividendes qui lui convient,

indépendamment de celle adoptée par la firme en question (Jonathan BERK, 2008). A titre d'illustration, supposant une société qui décide de verser peu ou pas de dividendes, l'actionnaire peut se permettre d'en avoir l'équivalent en procédant à la cession d'une fraction de ses actions. Inversement, si la société adopte une politique de distribution généreuse, l'actionnaire procédera simplement à affecter les sommes reçues à l'acquisition de nouveaux titres. Etant toute chose égale par ailleurs, l'actionnaire rationnel est indifférent entre une rémunération sous forme de dividendes ou via des plus-values.

Bien que cette démonstration soit théoriquement rigoureuse, mais la validité de ses hypothèses a été largement remise en cause, dont la réalité économique des entreprises est totalement différente de l'univers décrit par Met M où ils s'avèrent que ces hypothèses soient rarement réunies, limitant ainsi, considérablement leur portée empirique.

Tenant compte de ses failles, la thèse de neutralité n'a pas fait l'unanimité, on assiste depuis, à l'émergence de nouvelles théories alternatives qui ont vu le jour. Plusieurs chercheurs tentent, à nouveau, de définir les conditions rendant la politique de dividendes effectivement pertinente pour la création de la valeur actionnariale dans un environnement où le déséquilibre informationnel règne sur les marchés financiers et les investisseurs se retrouvent mal-informés par rapport aux dirigeants sur les caractéristiques réelles de telle entreprise ; il s'agit principalement de la théorie d'agence, de signal et de cycle de vie.

Dans un univers d'asymétrie informationnel, les deux auteurs Jensen et Meckling (1976) démontrent à travers la théorie d'agence, l'existence de conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes interagissant au sein la société, engendrant ainsi, des coûts d'agence. Jensen (1986) avance qu'en cas de conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, la politique de distribution de dividendes peut être utilisée comme une arme stratégique permettant de réduire ces conflits en affectant le free cash-flow (supposé comme étant la source de conflit) à la distribution de dividendes. En ce sens, comme bien souligné par Easterbrook (1984) et Jensen (1986), cette affectation traduit une discipline financière qui conduit à une meilleure allocation de ressources financières limitant, ainsi, les dépenses discrétionnaires et les coûts d'agence.

Par ailleurs, tenant toujours compte de déséquilibre informationnel qui règne sur le marché financier, la théorie de signal considère le dividende comme un outil de communication entre le manager de la société et ses investisseurs. Ross (1977), Bhattacharya (1979) et Hakanson (1982), démontrent comment les dividendes sont susceptibles d'informer les investisseurs sur la qualité des firmes cotées (le dividende est utilisé pour signaler l'état de la situation financière future de l'entreprise). En effet, une hausse (ou une baisse) du niveau de dividendes envoie un signal au marché sur l'amélioration (ou bien une détérioration) des perspectives futures de la firme.

En effet, une nouvelle approche a été émergée pour tenter de justifier le choix en matière de la politique de distribution de dividendes adoptée par les entreprises, c'est bien que la théorie de cycle de vie, offrant ainsi une avancée majeure et significative. De plus, De Angelo et al (2006) démontrent que la proportion à distribuer de dividendes soit étroitement liée au degré de développement de la société et son stade de maturité. Autrement dit, une société en phase de démarrage tente à privilégier la rétention de bénéfice pour l'investissement dans des projets rentables : en raison d'une part : pour garantir son positionnement et gagner des parts de marché pour faire face à la concurrence, en d'autre part, pour limiter son recours à des financements externes coûteux, ce qui conduit

systématiquement à une faible distribution de dividendes voire inexistante. Mais à la mesure que l'entreprise mûrit et avance dans son cycle de vie, elle aura tendance à accumuler des excédents de trésorerie importants excédant son besoin de financement, et les opportunités d'investissements deviennent moins nombreuses, dans ce contexte, verser des liquidités aux actionnaires est perçue un bon signal témoignant la stabilité financière de la société en question (Yaovi Sélom Agbetonyo, 2018).

Face à ces divergences théoriques, la politique de dividendes, apparaît aujourd'hui comme un véritable instrument stratégique dans la création de valeur ; loin d'être une simple affectation de résultat mais plutôt un véritable levier de gouvernance financière, dont son efficacité dépend essentiellement de la prise en compte des contraintes internes de l'entreprise en question, tout en parallèle avec les attentes du marché.

A travers les différents postulats de la revue de la littérature cités ci-dessus, nous pouvons conclure que le débat sur l'impact de la politique de dividendes sur la création de valeur ne fait plus objet de consensus, il apparaît ainsi difficile, de qualifier l'un de ces cadres théoriques d'universellement pertinent. Chose qui nous a incités à vérifier le contexte algérien en se basant sur une étude de cas au sein de l'entreprise publique « SAIDAL » cotée à la bourse d'Alger.

6. Méthodologie de recherche :

Tenant compte de l'objectif de notre recherche qui se focalise sur la détermination de l'impact de la politique de dividendes sur la création de la valeur actionnariale, nous avons opté pour un cadre pratique basé sur une étude de cas pour pouvoir tester la relation reliant ces deux variables économiques. En effet, ce choix méthodologique nous semble approprié au regard de la nature multidimensionnelle de la décision de distribution des dividendes où parfois paraît complexe.

Pour ce faire, notre étude porte sur le groupe « Saïdal », acteur puissant dans le secteur pharmaceutique en Algérie ; qui est introduit en bourse d'Alger en 1999, soit parmi les premières entreprises nationales à acquérir le statut de société par actions. La continuité de son parcours boursier, nous offre ainsi un historique d'observation suffisamment riche. A cet effet, on a opté pour une période d'analyse qui s'étend de l'année de 2014 au 2023, couvrant un horizon de 10 années.

Notre méthode de recherche est basée sur l'approche d'hypothético-déductive, qui aura pour objectif d'affirmer ou d'infirmer notre hypothèse de recherche définie ci-dessous :

La distribution de dividendes entraîne systématiquement une amélioration du rendement actionnarial au sein de l'entreprise Saidal.

Dans le but de vérifier la validité de notre hypothèse précédemment formulée, au premier, une collecte de données est effectuée auprès de groupe Saidal relatives aux dividendes versés et aux cours boursiers annuels afin de pouvoir les corrélés avec un indicateur de création de valeur actionnariale, soit le calcul de l'indice de rentabilité totale pour l'actionnaire ou Total Shareholder Return (TSR). Dans un second temps, une analyse statique est menée à travers l'application d'un modèle de régression simple, suivi par le calcul du coefficient de détermination (R^2) en vue d'examiner la nature du lien existant entre la politique de dividendes et la création de valeur actionnariale. Enfin, un test de

significativité de la pente de la droite de régression à l'aide du test de Student (T. Student) est entrepris afin d'apprécier la robustesse des résultats obtenus.

7. Vérification des apports théoriques à travers l'analyse du groupe pharmaceutique Saïdal :

7.1. Identification des variables retenues :

Tout autour de l'objectif de notre recherche ; d'examiner l'influence de la politique de dividendes sur la création de valeur actionnariale au sein du groupe « Saïdal », le choix de nos variables repose principalement sur :

Une variable dépendante : la création de valeur actionnariale, évaluée à travers l'indice de rentabilité totale pour l'actionnaire ou Total Shareholder Return (TSR).

Une variable explicative : la politique de dividendes, approximée à travers l'évolution de dividendes distribués (DPA) au cours de la période retenue.

Tableau n°01 : Évolution annuelle des dividendes versés (DPA) et estimation de la rentabilité de l'actionnaire (TSR) du groupe Saïdal, de la période allant de 2014 à 2023, (Montants en DA).

Années	DPA	Cours début d'année	Cours fin d'année	TSR (%)
2014	40	450	560	33.3
2015	40	560	640	21.4
2016	40	640	600	00
2017	45	600	660	17.5
2018	40.5	660	635	2.3
2019	25	635	580	-4.7
2020	00	580	552	-4.8
2021	10	552	543	0.2
2022	00	543	530	-2.4
2023	00	530	500	-5.7

Source : Nos regroupements d'après les données de SGBV

$$TSR = \frac{(P_1 - P_0) + D_1}{P_0} \text{ Avec les notations suivantes :}$$

P_1 : Prix ou cours de l'action en début de l'année ;

P_0 : Prix ou cours de l'action en fin d'année ;

D_1 : Dividende reçu en période 1.

Comme premier constat, l'évolution des dividendes distribués entre 2014 à 2023 met en évidence une dynamique fluctuante, marquée par une stabilité dans les premières années vers une tendance haussière particulièrement en 2017, avec une progression des dividendes passant de 40,00 DA à 45,00 DA. Un niveau de dividendes qui ne se maintient pas au-delà

d'une année, cédant rapidement la place à une tendance baissière continue jusqu'à atteindre une absence complète de leur versement en 2023.

Il en est de même pour l'évolution du cours de l'action qui marque une fluctuation irrégulière, avec des variations alternant entre hausses et baisses sur l'ensemble de la période étudiée, soit un cours 660,00 DA comme la plus haute valeur vers un degré plus bas à un prix de 500.00 DA.

Par conséquent, cette simultanéité de variations de dividendes versés et de cours d'actions introduit à nouveau un biais d'interprétation douteux quant à l'effet réel des dividendes sur le rendement actionnarial mesuré par le TSR. Un outil statistique, via la régression linéaire, s'avère donc appropriée pour appréhender de manière rigoureuse cet impact.

7.2. Détermination de la droite de régression :

Dans la présente recherche, la droite de la régression de la création de valeur actionnariale en fonction de dividende versé se présente

$$y = a x + b$$

Avec les notations suivantes :

y : Variable à expliquer : Rentabilité totale de l'actionnaire (TSR)

x : Variable explicative : Dividende distribué par action (DPA)

a : La pente de la droite ou le coefficient associé à la variable explicative x

b : La constante du modèle sachant que (**a** et **b** des paramètres à déterminer)

Tableau 2 : Estimation des paramètres a et b :

N	X	Y	(x- $\bar{x}$)	(y- $\bar{y}$)	(x- $\bar{x}$) (y- $\bar{y}$)	(x - $\bar{x}$) ²
2014	40	33,3	15,95	27,59	440,0605	254,4025
2015	40	21,4	15,95	15,69	250,2555	254,4025
2016	40	00	15,95	-5,71	-91,0745	254,4025
2017	45	17,5	20,95	11,79	247,0005	438,9025
2018	40,5	2,3	16,45	-3,41	-56,0945	270,6025
2019	25	-4,7	0,95	-10,41	-9,8895	0,9025
2020	00	-4,8	-24,05	-10,51	252,7655	578,4025
2021	10	0,2	-14,05	-5,51	77,4155	197,4025
2022	00	-2,4	-24,05	-8,11	195,0455	578,4025
2023	00	-5,7	-24,05	-11,41	274,4105	578,4025
Somme	240,5	57,1	00	00	1579,895	3406,225

Source : Nos regroupements d'après les données du tableau

N°01

$$\bar{x} = \frac{\sum x}{n} = \frac{240,5}{10} = 24,05 \quad \bar{y} = \frac{\sum y}{n} = \frac{57,1}{10} = 5,71$$

$$a = \frac{\sum (x - \bar{x})(y - \bar{y})}{\sum (x - \bar{x})^2} = \frac{1579.895}{3406.225} = 0.46$$

$$a = 0.46$$

$$\bar{y} = a\bar{x} + b \Rightarrow b = \bar{y} - a\bar{x} = 5.71 - (0.46 \times 24.05) = 5.71 - 11.063 = -5.35$$

$$b = -5.35$$

La droite de la régression se présente comme suit :

$$y = 0.46x - 5.35$$

A travers le modèle de la droite de régression, à première vue, on peut constater un lien statistique positif entre les dividendes distribués (DPA) et la création de valeur actionnariale (TSR). Cela indique qu'une augmentation de 1 DA du dividende entraîne une hausse en moyenne de 0.46% de la rentabilité totale pour l'actionnaire. En revanche, en absence de distribution de dividendes, ce modèle estime une destruction de valeur pour l'actionnaire avec un TSR négatif en moyenne de -5.35%.

Néanmoins, cette relation statistique demeure limitée, autant que l'indice de rentabilité totale pour l'actionnaire n'est plus influencé que par les seuls dividendes, mais aussi par la variation des cours de l'action. De surcroît, la droite de régression suggère une corrélation qui ne prouve pas forcément un lien de cause significatif.

Dans le but de renforcer nos résultats, pour mieux analyser le pouvoir explicatif de la variable x (DPA), nous procédons au calcul de coefficient de détermination R².

7.3. Estimation du coefficient de détermination (R²) :

Tableau 03 : calcul du coefficient de détermination

Y	y - $\bar{y}$	(y - $\bar{y}$) ²	y - $\bar{y}$	(y - $\bar{y}$) ²
13,05	7,34	53,8756	27,59	761,2081
13,05	7,34	53,8756	15,69	246,1761
13,05	7,34	53,8756	-5,71	32,6041
15,35	9,64	92,9296	11,79	139,0041
13,28	7,57	57,3049	-3,41	11,6281
6,15	0,44	0,1936	-10,41	108,3681
-5,35	-11,06	122,3236	-10,51	110,4601
-0,75	-6,46	41,7316	-5,51	30,3601
-5,35	-11,06	122,3236	-8,11	65,7721
-5,35	-11,06	122,3236	-11,41	130,1881
57.13	0.03	720,7573	00	1635,769

Source : Nos calculs d'après le tableau

n°1

$$R^2 = \frac{\text{Somme carrée de régression}}{\text{somme carrée totale}} = \frac{\sum (y - \bar{y})^2}{\sum (y - \bar{y})^2} = \frac{720,7573}{1635,769} = 0,44$$

$$R^2 = 0.44$$

Le résultat de coefficient de détermination qui s'élève à 0.44, révèle qu'une proportion de 44% de rendement totale des actionnaires est expliquée par le versement de dividendes avec un coefficient de corrélation positif de 0.66 ($r = 0.66$). Bien que, cette corrélation soit présente, mais demeure relativement moins significative, ce qui nous incite à approfondir notre analyse afin d'en évaluer la robustesse statistique tout en analysant la validité des paramètres estimés, notamment la constante « a » dans l'équation de la droite de régression linéaire simple, et ce via l'application de test de Student dans la section suivante.

7.4. Application de Test de Student :

Dans le contexte de la régression linéaire simple développée, l'application de test statistique de T Student convient à la formulation de deux hypothèses à savoir :

H₀ : Hypothèse nulle ; renseigne sur la neutralité de coefficient de paramètre estimé (soit **a = 0**), indiquant ainsi, l'absence de relation significative caractérisant nos variables étudiées **x** et **y**.

H₁ : Hypothèse alternative ; correspond à notre hypothèse de recherche qui postule l'existence d'un effet significatif entre les variables « x » et « y », autrement dit, la distribution de dividendes est un facteur déterminant de la valeur actionnariale.

En effet, si les résultats de Test Student conduisent à affirmer une telle hypothèse, cela convient au rejet de la seconde, à titre d'illustration : accepter **H₀** et conclure qu'aucune liaison statistique n'a été détectée implique forcément le rejet de notre hypothèse de recherche. Inversement, le rejet de **H₀** témoigne la validité de **H₁** ; confirmant ainsi que la variable explicative « x » joue un rôle déterminant dans la variation de la variable dépendante « y ».

Tableau n° 04 : Calcul de T. Student

N	Y	Ŷ	y- ŷ	(y - ŷ)²
2014	33,3	13,05	20,25	410,0625
2015	21,4	13,05	8,35	69,7225
2016	00	13,05	-13,05	170,3025
2017	17,5	15,35	2,15	4,6225
2018	2,3	13,28	-10,98	120,5604
2019	-4,7	6,15	-10,85	117,7225
2020	-4,8	-5,35	0,55	0,3025
2021	0,2	-0,75	0,95	0,9025
2022	-2,4	-5,35	2,95	8,7025
2023	-5,7	-5,35	-0,35	0,1225
Somme	57,1	57,13	-0,03	903,0229

Source : Nos regroupements d'après les données financières de Saidal publiées sur SGBV

Calcul de T. Student calculé (T.S.C) :

$$T.S.C = \frac{\text{coefficient estimé } (|a|)}{\sqrt{x'}} \quad \text{avec} \quad x' = \frac{\text{variance estimée (VE)}}{\Sigma (x - \bar{x})^2} \dots 1$$

Calcul de la variance estimée (VE) :

$$VE = \frac{\Sigma (y - \hat{y})^2}{n-2} = \frac{903,0229}{10-2} = 112.88 \quad \text{Donc} \quad 1... x' = \frac{112.88}{3406.23} = 0.03$$

$$\text{Enfin} \rightarrow T.S.C = \frac{|a|}{\sqrt{x'}} = \frac{0.46}{\sqrt{0.03}} = \frac{0.46}{0.1732} = 02.656$$

T.S.C = 02,656

Dans l'objectif de vérifier la significativité de notre coefficient estimé pour valider l'existence de lien significatif entre la variable « x » et « y », nous procédons à la comparaison de la statistique t calculée avec la valeur tabulée que l'on trouve dans le tableau de Student, soit avec un nombre d'observation de 10 années qui correspond à 8 degrés de liberté et un seuil de risque de 5%.

$T_{\text{tabule}} = t_{n-2}^a = t_8^{0.05} = 02,306$

Étant donné que la valeur calculée de test de Student est bien supérieur à la valeur de T. Student tabulée, soit $02,656 > 02,306$; ce résultat implique le rejet de l'hypothèse nulle selon laquelle le coefficient de régression « a » est nul. En revanche, ce résultat témoigne la détection de lien statiquement significatif entre la politique de dividendes, approximée à travers l'évolution des dividendes distribués (DPA) et la création de valeur actionnariale, évaluée à travers l'indice de rentabilité totale pour l'actionnaire ou Total Shareholder Return (TSR).

A l'appui de ce constat, nous pouvons affirmer que réellement l'annonce de la distribution de dividendes au sein de groupe Saidal améliore le rendement actionnarial mais avec une corrélation moyennement faible et un coefficient de détermination relativement restreint ($R^2 = 0,44$).

8. Discussion des résultats

A titre d'observation de données collectées auprès de groupe Saidal, il convient de noter qu'une simultanéité de variation caractérise à la fois les dividendes versés et les cours d'actions pour la période allant de 2014 à 2023. Toutefois, il en est bien de signaler qu'une augmentation de dividendes versés ou bien leur baisse ne se coïncide pas parallèlement avec une même tendance de variation pour les cours d'actions dont nous pouvons distinguer trois principales périodes d'évolution des dividendes et de cours d'actions de Saidal .

La première est marquée par le maintien de même niveau de dividende, soit 40,00 da par action avec une dynamique croissante de cours d'actions engendrant ainsi, un TSR positif à compter de l'année 2014 à 2016.

La seconde période débute de l'an 2017 où la société Saidal a décidé d'abandonner sa politique de dividendes régulière, dans un contexte où la somme distribué en 2016 est complètement compensée par la dépréciation en capital. En effet, une augmentation notable

du dividende versé est enregistrée, atteignant 45,00 da /action, représentant ainsi, le niveau le plus élevé depuis son introduction en bourse. Cette progression de dividende s'est accompagnée d'une appréciation de cours de l'action, ce qui a conduit automatiquement à une amélioration du rendement actionnarial (soit un TSR positif = 17.5%).

En revanche, à partir de l'année 2018, une tendance baissière continue est observée dans la distribution de dividendes par le groupe « Saidal » voire une suspension totale de leur versement (année 2020,2021et 2022), qui se coïncide avec une dépréciation continue du cours de l'action jusqu'à atteindre le niveau le plus bas, soit 500,00 da pour la période considérée, signalant ainsi, une destruction de valeur actionnariale évaluée avec un TSR négatif.

En effet, cette chronique d'évolution des dividendes en trois phases ne peut être que la résultante d'une politique de dividendes irrégulière adoptée par le groupe « Saidal », partant d'une politique de dividendes fixe qui révèle la volonté de l'entreprise de bien rassurer ses actionnaires de sa capacité à générer des flux de liquidité constants. Puis, à une évolution progressive en 2017, manifestant ainsi, un changement de stratégie témoignant la volonté de l'entreprise à augmenter le cours de son action et de mieux renforcer la confiance de ses investisseurs en adoptant une politique de distribution généreuse. Quant à la baisse marquée dans la rémunération des actionnaires observée de l'année 2018 au 2023, peut s'expliquer, notamment, par les répercussions de la crise sanitaire due au Covid-19, ayant profondément bouleversée les économies mondiales. Face à cette conjoncture, l'équipe dirigeante de « Saidal » décide de suspendre la distribution des dividendes, et de réorienter sa politique de rémunération des actionnaires vers une gestion prudente de ses ressources même après la levée des effets immédiats de la pandémie.

A l'appui de ces constats, une dynamique fluctuante des sommes distribués et des prix d'actions de « Saidal » remettent en question la fiabilité du Total Shareholder Return (TSR) en tant qu'indicateur pertinent de la création de valeur actionnariale. Le recours à l'analyse statistique révèle que 44% du rendement actionnarial s'expliquent par la distribution des dividendes avec un coefficient de corrélation positif ($r = 0.66$) indiquant que le degré d'intensité de la liaison demeure moyennement modérée et que les dividendes ne sont pas la variable explicative exclusive.

9. Conclusion

A travers l'examen de la revue de la littérature, notre étude met en relief les différentes contributions théoriques relatives à l'influence de la politique de dividendes sur la création de valeur actionnariale. De coté, de la théorie de la non-pertinence vers d'autres courants témoignant le rôle stratégique de la distribution de dividendes à savoir : la théorie de Bird in hand, la théorie d'agence, la théorie de signal et celle de cycle de vie et traduisant, ainsi, une controverse persistante avec l'absence d'un consensus clair quant à cet impact rendant cette problématique aussi complexe.

C'est dans ce contexte de la pluralité des postulats théoriques, que notre recherche s'est inspirée pour tester et analyser la nature de la relation entre les dividendes distribués au sein de groupe pharmaceutique « Sidal » et la création de valeur actionnariale en mobilisant le modèle de régression linéaire simple, complété par le coefficient de détermination (R^2), suivi par le recours au test de significativité de T. Student.

Les résultats obtenus indiquent que le groupe « Sidal » adopte une politique de dividendes irrégulière : d'une politique de distribution stable à une phase transitoire après 2019, soulignant un repositionnement stratégique et l'orientation vers le réinvestissement.

De plus, l'analyse statistique met en évidence un lien modérément significatif dont 44% du rendement total de l'actionnaire est expliqué par les dividendes distribués, confirmant ainsi, que les dividendes sont un levier déterminant et un outil de communication financière important pour les investisseurs du groupe « Sidal » et qu'en étant plus la seule variable explicative.

En revanche, les résultats obtenus doivent être interprétés à la lumière de certaines limites : liées essentiellement au périmètre restreint de l'échantillon, à la simplicité du modèle économétrique retenu : à savoir une régression linéaire simple dont l'intégration de nouvelles variables explicatives permet une meilleure lecture et interprétation du rendement total de l'actionnaire (TSR) tout en spécifiant l'effet réel des dividendes.

10. Bibliographie

- ALBOUY, M. (1990). "La politique de dividendes des entreprises". Revue d'économie financière (N°12-13). P.240.
- ALBOUY, M. (1992). "La politique de dividendes des entreprises". Paris: Presses Universitaires de France. P 54.
- Félix, B. (2001). "la création de valeur, préface de DUMOUCHEL Patrick". France: édition d'organisation. P 20.
- Florence PIERRE, E. B. (2004). "Valorisation d'entreprise et théorie financière". Paris: édition d'organisation. P 271.
- Franco MODIGLIANI, M. H. (1961). "Dividend Policy, Growth, and the valuation of shares", The Journal of Business.
- Gérard CHARREAUX, P. D. (1998). "Gouvernance des entreprises :valeur partenariale contre valeur actionnariale". Revue Finance Contrôle Stratégie, Vol 01 N°(02). P 57-88.
- GINGLINGER, E. (2002). "L'actionnaire comme contrôleur". Revue française de gestion, Vol 5 N°(141). P 37.
- Jonathan BERK, P. D. (2008). "Finance d'entreprise". France: Pearson Education. P 561-562
- Laurent Cappelletti, D. K. (2002). "la mesure de la création de valeur organisationnelle: le cas d'une entreprise du secteur de la gestion de patrimoine". P 3-4. (H. O. Science, Éd.) France. Récupéré sur <https://shs.hal.science/halshs-00584448>.
- TALEB, L. (2019). "Politique de distribution de dividendes dans le cadre d'un marché parfait". SSRN Electronic Journal, P 5-6. Récupéré sur <https://ssrn.com/abstract=3313799>.
- VERHOUSTRAETEN, E. (2015). "La politique de distribution de dividendes et de rachat d'actions des entreprises". Louvain School of Management, Université catholique de Louvain. P 9.
- Yaovi Sélom Agbetonyo, J.-L. V. (2018). "La relation entre les changements de dividendes et les variations de bénéfices futurs, revisitée en temps de crise: le cas de la France". Transitions numériques et informations comptables. P 4.