

## **La politique de dividende et la performance financière des entreprises marocaines**

## **The dividend policy and the financial performance of Moroccan listed corporations**

**IDRISSI NABAOUIA**

Docteur en Sciences de Gestion

ISGA Campus Casablanca

Laboratoire d'Innovation en Management et en Ingénierie pour l'Entreprise –  
(LIMIE, Groupe ISGA), Maroc

**idrissi.nabaouia@gmail.com**

**TALIBI Abdelghafour**

Docteur en Sciences Economiques

ISGA Campus Casablanca

Laboratoire d'Innovation en Management et en Ingénierie pour l'Entreprise –  
(LIMIE, Groupe ISGA), Maroc

**talibi.abdelghafour@gmail.com**

**Date de soumission** : 23/06/2021

**Date d'acceptation** : 12/08/2021

**Pour citer cet article** :

Idrissi.N & Talibi. A (2021) « La politique de dividende et la performance financière des entreprises marocaines », Revue Internationale des Sciences de Gestion « Volume 4 : Numéro 3» pp : 1031- 1044.

## Résumé

La séparation des fonctions de propriété du capital et de prise de décision nécessite la mise en place d'un système de gouvernance afin de limiter les divergences d'intérêt potentiels et le comportement opportuniste des dirigeants, et d'inciter ces derniers à faire de leur mieux. Dans ce sens, la politique de dividende constitue un mécanisme essentiel de gouvernance, elle consiste à rémunérer les actionnaires en contrepartie du capital mis à la disposition d'une société. L'objectif de cet article est d'étudier l'influence cette politique sur la performance financière des entreprises marocaines avec une attention particulière aux sociétés marocaines cotées en bourse. Ainsi, pour répondre à notre problématique nous avons effectué une analyse bivariée qui consiste à étudier les relations possibles entre les différentes variables retenues deux à deux. La variable dépendante qui a été retenue dans notre travail est la performance financière, pour l'estimation cette variable, nous avons retenu trois mesures le ROE, le dividendyield et le PER. Les résultats de l'étude empirique réalisée, sur un échantillon de 47 sociétés cotées à la bourse des valeurs de Casablanca sur une période allant de 2016 à 2019, montrent que la politique de dividende a une incidence sur la performance financière des sociétés marocaines cotées à la bourse de valeur de Casablanca.

**Mots clés :** Politique de dividende ; Gouvernance d'entreprise ; Performance financière ; Actionnaires ; Dirigeants.

## Abstract

The separation of the functions of ownership of capital and decision-making requires the establishment of a system of governance in order to limit potential divergences of interest and opportunistic behavior of managers, and to encourage them to do their best. In this sense, the dividend policy constitutes an essential mechanism of governance, it consists in remunerating the shareholders in return for the capital made available to a company. Our paper intends to study the influence of the dividend policy on the financial performance of Moroccan companies. We carried out a bivariate analysis which consists in studying the possible relationships between the different variables retained in pairs. To estimate financial performance, we used three variables: ROE, dividend yield and PER. Based on a sample of 47 companies listed on the Casablanca Stock Exchange during the 2016 to 2019 period, the results of the conducted empirical study reveal that the dividend policy has an impact on the financial performance of Moroccan companies listed on the Casablanca Stock Exchange.

**Keywords:** Dividend policy; Corporate governance; Financial performance; Shareholders; Leaders

## Introduction

Le passage de la logique entrepreneuriale, où le propriétaire de la firme accomplit à la fois la fonction entrepreneuriale et managériale, à la logique managériale, où le propriétaire nomme une ou plusieurs personnes pour assurer la fonction managériale, provoque la séparation des fonctions de propriété du capital et de management (Idrissi & Loulid, 2018, p. 102).

Ainsi, les principales caractéristiques des entreprises managériales, sont d'abord, la dispersion du capital entre un nombre très important d'actionnaires et, deuxièmement, la gestion de ces mêmes entreprises par des dirigeants qui ne sont pas actionnaires ou qui détiennent que des proportions réduites dans le capital de ces entreprises. Plusieurs auteurs s'accordent qu'en plus d'être sources de malentendus potentiels, cette dissociation des fonctions de management (managers) de propriété (actionnaires) et de contrôle (administrateurs) peut aussi ralentir, d'après Berle et Means, le bon fonctionnement de l'entreprise.

Conscients que l'information n'est pas toujours communiquée adéquatement, les actionnaires ont donc recours à des mécanismes de protection coûteux pour faire respecter leur droit à l'information (Naciri, 2011, p. 122). Dans ce sens, la gouvernance des entreprises consiste à mettre en place un certain nombre de mécanismes en vue de gérer la relation conflictuelle entre les dirigeants et les actionnaires et de minimiser les coûts d'agence. Pour ce faire, il convient de distinguer deux types de mécanismes de gouvernance : internes et externes. Les mécanismes internes de gouvernance les plus répandus sont : la politique de dividende, le conseil d'administration, l'assemblée générale des actionnaires et le système de rémunération. S'agissant des mécanismes externes de gouvernance, ils sont généralement liés au fonctionnement des différents marchés : le marché financier, le marché des dirigeants et le marché des biens et services.

Ainsi, la politique de dividende constitue un mécanisme essentiel de la gouvernance. Le présent article tente d'étudier, au travers d'une étude empirique, l'impact de ce mécanisme sur la performance financière. Nous essayerons ainsi de déterminer sur un échantillon de sociétés marocaines cotées en bourse la relation qui existe entre la politique de dividende et la performance. La question qui se pose alors est de savoir **si la politique de dividende a un impact sur la performance financière au sein des entreprises marocaines ?**

Notre article s'organise en deux parties :

- La première partie de ce papier présente le cadre théorique de notre recherche, nous abordons la notion de gouvernance des entreprises, puis nous verrons dans un deuxième temps la politique de dividende qui constitue un mécanisme essentiel de la gouvernance.
- La deuxième partie concerne les aspects méthodologiques ainsi que les résultats obtenus.

### **Cadre théorique de la recherche**

#### **La gouvernance d'entreprise :**

De nos jours, la gouvernance des entreprises s'est imposée comme une tendance de fond, suscitant des débats et des publications (Amelon, 2004, p. 477). Toutefois, A partir de 1932, Berle et Means ont démontré les conséquences pour l'actionnaire de la dissociation entre les fonctions de décision et de propriété. Apparue pour la première fois au États-Unis et en Grande-Bretagne, la gouvernance d'entreprise s'est imposée dans ces pays au lendemain de faillites et de scandales. Il n'est dès lors pas surprenant de constater que les grands investisseurs s'intéressent aux pratiques de gouvernance au sein des entreprises comme étant un de leurs critères d'investissement. La crise financière internationale survenue en 2008 constitue une raison de plus pour imposer aux dirigeants d'entreprises de suivre les principes de gouvernance.

En ce qui concerne le contexte Marocain, la discussion des différentes problématiques concernant la gouvernance des entreprises a débuté au début des années 1990, surtout, avec les réformes ayant touché les marchés financiers et le cadre réglementaire et institutionnel relative à la gestion des affaires (Madhar, 2016, p. 23).

Toutefois, les définitions de la gouvernance d'entreprise se sont multipliées. La définition la plus connue et la plus utilisée, est celle de Charreaux selon laquelle «Le système de gouvernance d'entreprise recouvre l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui «gouvernent» leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire.» (Charreaux, 1997, p. 1) Turnbull définit la gouvernance d'entreprise au sens large, il considère que «la Corporate governance décrit toutes les influences touchant l'organisation de la production et de la vente de biens et des services dans l'entreprise » (Turnbull, 1997).

Ainsi, nous distinguons traditionnellement deux types de mécanismes de gouvernance : internes et externes. Les mécanismes internes de gouvernance les plus répandus sont : la politique de dividende, le conseil d'administration, l'assemblée générale des actionnaires et le

système de rémunération. S'agissant des mécanismes externes de gouvernance, ils sont généralement liés au fonctionnement des différents marchés : le marché financier, le marché des dirigeants et le marché des biens et services.

### **La politique de dividende**

La politique de dividende consiste à rémunérer les actionnaires en contrepartie du capital mis à la disposition d'une société. Elle permet de réduire les problèmes d'asymétrie d'information et les coûts qui y sont liés (Idrissi & Loulid, 2018, p. 102). D'après le code marocain de bonnes pratiques de gouvernance d'Entreprise « la politique de dividende ou la politique de distribution la première source de rémunération des actionnaires avant la plus-value lors de la cession. De manière générale, une politique de dividende doit s'apprécier par rapport à la rentabilité marginale de l'actif économique. Si elle est supérieure au coût moyen pondéré du capital, le dividende pourra être faible, voire nul car l'entreprise en réinvestissant ses bénéfices créera de la valeur. Dans le cas inverse, il vaut mieux qu'elle distribue tous ses résultats à ses actionnaires » (« Code Marocain de Bonnes Pratiques de Gouvernance d'Entreprise, adopté par la Commission Nationale de Gouvernance d'Entreprise », 2008, p. 46).

Ainsi, Barneto et Gregorio distinguent trois types de politiques de versement de dividendes :

**Tableau 1 : Les politiques de versement de dividendes**

<b>Politique de participation directe</b>	Le taux de distribution est stable dans le temps. Les dividendes suivent les fluctuations des bénéfices
<b>Politique de prudence privilégiant la régularité</b>	Les dividendes évoluent de façon régulière. Ils sont indépendants du niveau des bénéfices.
<b>Politique non stabilisée</b>	Les dividendes fluctuent sans logique apparente.

**Source :(Barneto& Gregorio, 2017)**

C'est l'AGO de la société qui fixe les modalités de paiement des dividendes. Il est alors question de savoir quelle sera la part nette du résultat qui sera distribuée aux actionnaires et, par conséquent, la part sera retenue. En revanche une fois déclaré le dividende un engagement de la société et ne pourra donc pas être remis en cause facilement(Barneto& Gregorio, 2017, p. 500).

D'après le code marocain de bonnes pratiques de gouvernance d'Entreprise, l'entreprise communique sur la date exacte du versement des dividendes au moment de son approbation par l'Assemblée Générale et sur l'attribution des actions gratuites en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves. Toutefois, le dividende versé par l'entreprise constitue à la fois un élément important de la rémunération du risque pris par l'actionnaire et un facteur essentiel de la valorisation de ses actions. Néanmoins, la part des bénéfices allouée à la distribution doit être compatible avec la politique de mise en réserves (ou de rétention des bénéfices) qu'exige un développement durable et sain de l'entreprise(« Code Marocain de Bonnes Pratiques de Gouvernance d'Entreprise, adopté par la Commission Nationale de Gouvernance d'Entreprise », 2008, p. 30).

La politique de dividende permet de réduire les problèmes d'asymétrie d'information et les coûts qui y sont liés.

Dans ce sens Bouattour et Boujelbène précisent que pour la théorie de signalisation, la direction des entreprises cotées se sert du dividende pour transmettre l'information interne à ses actionnaires, et plus généralement aux autres participants au marché boursier. Ainsi, le dividende informe le marché des cash-flows présents et/ou futurs de la firme. Cet argument suppose que les dividendes donnent aux investisseurs une information déterminante sur la capacité bénéficiaire de la firme(Bouattour&Boujelbène, 2007, p. 20).

Par conséquent, un versement généreux et régulier du dividende permet de limiter le gaspillage des capitaux et pousse les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires. A cet égard, nous émettons l'hypothèse centrale de notre travail qui se formule comme suit :

**Hypothèse: Un versement généreux et régulier du dividende aurait un impact sur la performance financière.**

## **Méthodologie et Résultats**

### **Méthodologie de la Recherche**

Pour répondre à notre problématique, nous avons adopté pour une posture positiviste, qui est fondé sur un mode de raisonnement hypothéticodéductif et une approche de recherche quantitative.

### **La population mère et l'échantillon**

S'agissant de notre population mère, notre travail s'intéresse aux sociétés marocaines cotées à la bourse de valeurs de Casablanca. Nous avons choisi au départ de mener notre recherche sur l'ensemble des sociétés marocaines cotées à la Bourse des Valeurs de Casablanca sur une période qui s'étale sur 3ans (2016-2018).

Notre population mère de départ a regroupé donc la totalité des sociétés marocaines cotées pour avoir un nombre significatif d'observations afin de remplir certaines conditions concernant la taille de l'échantillon. Mais, nous n'avons pas été en mesure d'obtenir les informations essentielles concernant les variables de gouvernance pour l'ensemble des entreprises. Par conséquent, dans le but de réaliser une analyse valide et fiable, nous avons éliminé plusieurs sociétés dont les données n'étaient pas disponibles et nous n'avons gardé finalement qu'un échantillon de 47 entreprises. La liste des entreprises composant notre échantillon figure à l'Annexe 1.

### **Les variables dépendantes**

La variable dépendante qui a été retenue dans notre travail est la performance financière. Ainsi, plusieurs indicateurs ont été préconisés dans la littérature pour cette variable. Afin d'atteindre l'objectif de notre recherche, nous comptons retenir trois variables pour apprécier la performance financière des entreprises de notre échantillon: le ROE, le dividendyield et le PER.

### **Les variables indépendantes**

La variable indépendante qui a été retenue dans notre travail est le dividende versé.

### Analyse Empirique et Résultats

Cette partie consiste à présenter et à analyser les résultats de notre travail. Ainsi pour confirmer ou rejeter notre hypothèse, Nous allons utiliser une analyse bivariée qui consiste à étudier les relations possibles entre les différentes variables retenues deux à deux.

Toutefois, avant d'étudier les relations et afin de pouvoir choisir les tests statistiques les plus appropriés dans notre analyse bivariée, il est utile d'examiner si la série de données se distribue d'une façon normale à travers le test de normalité.

#### Test de normalité

Afin de pouvoir choisir les tests statistiques les plus appropriés dans notre analyse bivariée, il est indispensable d'examiner si la série de données se distribue d'une façon normale. Pour examiner cette condition, nous avons utilisé le test de Shapiro-Wilk sur le logiciel R.

Ainsi, pour que la condition de normalité de la distribution soit remplie, le P-VALUE doit être supérieur à 0.05.

Si la condition de normalité de la distribution est remplie, les tests paramétriques sont utilisables. Si la condition de normalité de la distribution est violée, les tests non paramétriques sont applicables.

Nous avons réalisé le test de Shapiro-Wilk concernant la normalité de nos variables pour nos trois années 2016, 2017 et 2018. Le tableau ci-après expose les principaux résultats du test.

**Tableau 2 : Résultat du test de normalité des variables**

Année	Variable	P-VALUE	W	Conclusion
<b>2016</b>	ROE2016	0.004075	0.91953	La variable n'est pas normale
	<b>PER2016</b>	<b>0.1186</b>	<b>0.95966</b>	<b>La variable est normale</b>
	<b>DIVY2016</b>	<b>0.1258</b>	<b>0.96171</b>	<b>La variable est normale</b>
	DVVERS2016	2.999e-06	0.80841	La variable n'est pas normale

<b>2017</b>	ROE2017	0.00163	0.90919	La variable n'est pas normale
	PER2017	0.04591	0.94688	La variable n'est pas normale
	DIVY2017	0.04349	0.95005	La variable n'est pas normale
	DVVERS2017	1.112e-06	0.78893	La variable n'est pas normale
<b>2018</b>	ROE2018	0.001183	0.90118	La variable n'est pas normale
	<b>PER2018</b>	<b>0.2012</b>	<b>0.96445</b>	<b>La variable est normale</b>
	<b>DIVY2018</b>	<b>0.1845</b>	<b>0.96472</b>	<b>La variable est normale</b>
	DVVERS2018	6.912e-07	0.77472	La variable n'est pas normale

Source : Auteurs

Notre traitement statistique sur le logiciel R (R Core Team, 2020) montre qu' :

- En 2016 au seuil de 5% deux variables dépendantes sont normales : DIVY2016, PER2016.
- **En 2017 aucune variable n'est normale.**
- **En 2018 au seuil de 5% deux variables dépendantes sont normales : DIVY2018, PER2018.**

### Tests non paramétriques

La deuxième étape de cette analyse vise à effectuer les tests non paramétriques. Ces tests sont applicables lorsque l'hypothèse de normalité de la variable est violée. D'après les résultats du test de normalité, nous allons utiliser le test de corrélation de Spearman. Ce test nous permet d'étudier les corrélations entre deux variables quantitatives qui ne suivent pas une loi normale.

**Tableau 3 : Synthèse des résultats du test non paramétrique de Spearman**

	DVVERS2016	DVVERS2017	DVVERS2018
--	------------	------------	------------

<b>ROE</b>	Coefficient de corrélation	<b>,401**</b>	<b>,635**</b>	<b>,464**</b>
	Sig. (bilatérale)	<b>,007</b>	<b>,000</b>	<b>,002</b>
	N	<b>44</b>	<b>45</b>	<b>44</b>
<b>PER</b>	Coefficient de corrélation	<b>,356*</b>	,210	,117
	Sig. (bilatérale)	<b>,018</b>	,182	,461
	N	<b>44</b>	42	42
<b>DIVY</b>	Coefficient de corrélation	<b>,416**</b>	<b>,563**</b>	<b>,470**</b>
	Sig. (bilatérale)	<b>,004</b>	<b>,000</b>	<b>,001</b>
	N	<b>46</b>	<b>46</b>	<b>44</b>

\*\* . La corrélation est significative au niveau 0,01 (bilatéral).

\* . La corrélation est significative au niveau 0,05 (bilatéral).

**Source : Auteurs**

La lecture des tests révèle que la politique de dividende a statistiquement un impact sur la performance financière. Ainsi les résultats du test de Spearman montrent :

- Une corrélation positive en 2016 entre le dividende versé et la performance financière. Autrement dit, il existe une dépendance de point de vue statistique entre le dividende versé et la performance financière en 2016.
- Une corrélation positive en 2017 entre le dividende versé et la performance financière mesurée par le ROE (coef. Spearman = 0,635; p = 0,000), et le Dividend Yield (coef. Spearman = 0,563; p = 0,000). Autrement dit, il existe une dépendance de point de vue statistique entre le dividende versé et la performance financière mesurée par le ROE, et le Dividend Yield.
- Une corrélation positive en 2018 entre le dividende versé et la performance financière mesurée par le ROE (coef. Spearman = 0,464; p = 0,002), et le Dividend Yield (coef. Spearman = 0,470; p = 0,001). Autrement dit, il existe une dépendance de point de vue statistique entre le dividende versé et la performance financière mesurée par le ROE, et le Dividend Yield.

## Conclusion

Ce travail a pour objectif de déterminer l'impact de la politique de dividende sur la performance financière au Maroc. Toutefois, pour tester la validité de notre hypothèse nous avons effectué une analyse bivariée qui consiste à étudier les relations possibles entre les différentes variables retenues deux à deux.

En conclusion, nous constatons que les résultats empiriques obtenus présentent des résultats mitigés, qui diffèrent en fonction de la mesure de performance financière retenue. Par ailleurs, nous avons constaté que l'impact du dividende versé ne concerne que le ROE et le DIVY. Ainsi, le dividende versé n'a aucun impact sur PER. L'ensemble des résultats dégagés nous permet donc de confirmer partiellement notre hypothèse. Ainsi, la politique de dividende a un impact sur la performance financière des sociétés marocaines cotées à la bourse de valeur de Casablanca.

Comme tout travail de recherche, il est important de reconnaître que ce papier n'est pas exempté de limites. Ces dernières ouvrent de nouvelles voies pour nos futures recherches.

Tout d'abord, nous avons testé notre hypothèse de recherche sur la population des sociétés marocaines cotées à la bourse de valeur de Casablanca. Ce choix rend difficile la généralisation des résultats obtenus à l'ensemble des entreprises marocaines. Nous tenterons dans les projets futurs de tester nos hypothèses sur des échantillons plus larges en intégrant d'autres types d'entreprises.

Une autre insuffisance concerne la méthode de collecte de données. En effet, pour tester notre hypothèse nous avons retenu la méthode des données secondaires. Des recherches futures pourraient combiner les deux méthodes de collecte des données, en complétant les données secondaires collectées par des données primaires.

## ANNEXES

## Annexe 1 : Liste des entreprises de notre échantillon

SOCIETE	SECTEUR
CENTRALE DANONE	Agroalimentaire et Production
COSUMAR	
LESIEUR CRISTAL	
MUTANDIS SCA	
AGMA	Assurances
ATLANTA	
SAHAM ASSURANCE	
WAFI ASSURANCE	
ATTIJARIWAFI BANK	Banques
BCP	
BMCE BANK	
BMCI	
CDM	
CIH	
AFRIC INDUSTRIES SA	Bâtiment et Matériaux de Construction
ALUMINIUM DU MAROC	
CIMENTS DU MAROC	
COLORADO	
JET CONTRACTORS	
LAFARGEHOLCIM MAR	
SONASID	
OULMES	Boissons
MAGHREB OXYGENE	Chimie
SNEP	
AUTO HALL	Distributeurs
AUTO NEJMA	
LABEL VIE	
STOKVIS NORD AFRIQUE	
TAQA MOROCCO	Electricité
DELATTRE LEVIVIER MAROC	Ingénieries et Biens d'Équipement Industriels
RISMA	Loisirs et Hôtels
HPS	Matériels, Logiciels et Services Informatiques
MICRODATA	
MANAGEM	Mines
ALLIANCES	Participation et promotion immobilières
DOUJA PROM ADDOHA	
RES DAR SAADA	
AFRIQUIA GAZ	Pétrole et Gaz
TOTAL MAROC	
SODEP-Marsa Maroc	Services de transport

EQDOM	Sociétés de financement et Autres Activités Financières
MAGHREBAIL	
SALAFIN	
IMMORENTE INVEST	Sociétés de placement immobilier
MED PAPER	Sylviculture et Papier
ITISSALAT AL-MAGHRIB	Télécommunications
CTM	Transport

## BIBLIOGRAPHIE

Amelon, J.-L. (2004). Gestion financière (4ème édition). Maxima.

Barneto, P. et Gregorio, G. (2017). DSCG 2 Finance : Manuel (6e édition). Dunod.

Bouattour, M. et Boujelbène, Y. (2007). La réaction des actionnaires aux annonces de dividendes des firmes françaises : un test des théories de signalisation et de surinvestissement. *La Revue du Financier*, (167), 17-39

### **Aucune source spécifiée dans le document actif..**

Charreaux, G. (1997). Le gouvernement des entreprises: corporate governance : théories et faits. *Économica*.

Code Marocain de Bonnes Pratiques de Gouvernance d'Entreprise, adopté par la Commission Nationale de Gouvernance d'Entreprise. (2008, mars).

Idrissi, N. et Loulid, A. (2018, mars). Effet des mécanismes de gouvernance sur la performance des sociétés marocaines cotées en bourse. *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit*, (4), 97-107.

Madhar, S. (2016). Corporate Gouvernance et performance des entreprises émettrices au Maroc. Thèse en vue d'obtention d'un doctorat en Sciences de gestion, Institut Supérieur de Commerce et d'administration des Entreprises.

Naciri, A. (2011). *Traité de gouvernance d'entreprise : L'approche scolaire* (Presses de l'Université du Québec).

Turnbull, S. (1997). Corporate Governance: Its scope, concerns and theories. *Corporate Governance: An International Review*, 5(4), 180-205. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00061>

R Core Team (2020). *R: A language and environment for statistical computing*. R Foundation for Statistical Computing, Vienna, Austria.