

4 th International Conference on Business Economics, Marketing & Management
Research

BEMM - 2016

Monastir- Tunisia/ 4-6 November 2016

LA BOURSE DE VALEUR DE CASABLANCA OBEIT-ELLE A LA THEORIE DES FCF ?

Houda Benarbi

Ecole Nationale de commerce et de gestion ENCG El Jadida, Université Chouaib Doukkali,

Maroc

houdabenarbi@gmail.com

Zakaria Benghazala

Ecole Nationale de commerce et de gestion ENCG Settat, Université Hassan I,

Maroc

z.benghazala@gmail.com

Résumé

Selon les tenants du courant néo-institutionnel, la présence des Free Cash Flow (désormais FCF) sont assimilés à des coûts d'agence. Ce FCF conduirait à la spoliation des actionnaires a fortiori quand le dirigeant ne dispose pas d'opportunités de croissance prometteuses. Nous nous attendons, en conséquence, à ce que la richesse des actionnaires de la Bourse de Valeurs de Casablanca dépende simultanément du montant du FCF et du niveau des opportunités de croissance.

Mots-clés : FCF, la valeur ajoutée actionnariale, les opportunités de croissance, la Bourse de Valeur de Casablanca, coûts d'agence.

La multiplicité des agents participant à la vie de l'organisation entraîne des divergences d'opinion et d'actions, ce qui implique également l'apparition de conflits d'intérêts, les dirigeants ne recherchant pas

nécessairement la maximisation de la valeur pour les actionnaires, dans la mesure où ils possèdent des fonctions d'utilité différentes, ce qui génère des conflits d'intérêts. Selon M.C. Jensen [1986, p. 323], les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeant sont particulièrement importants lorsque l'organisation secrète de FCF substantiels.

Le FCF peut se définir comme le cash flow en excès qui reste disponible dans une firme une fois que tous les projets à valeur actuelle nette positive ont été financés, selon Jensen (1986).

Morck et al. [1990], soutiennent l'idée que les dirigeants, de par leur égoïsme, sont tentés d'accroître la dépendance des actionnaires à leur égard et d'élargir leur espace discrétionnaire en réalisant des

investissements spécifiques à leur savoir-faire idiosyncratique. Ces investissements peuvent être éventuellement en contradiction avec l'objectif de maximisation de la fonction d'utilité des actionnaires. Ce problème se pose avec plus d'acuité en présence de FCF.

L'objectif de l'article est de tester l'impact de l'existence de FCF sur la création de la richesse actionnariale des entreprises marocaines cotées.

L'étude proposée présente plusieurs originalités. Premièrement, alors que la plupart des travaux sont conduits sur un terrain d'investigation anglo-saxon, la recherche s'intéresse à un échantillon d'entreprises cotées au Maroc. En effet, les entreprises marocaines n'arrivent toujours pas à intégrer de façon permanente ce principe de Création de Valeur actionnariale dans leur agenda d'objectifs. Elles se trouvent dans les premières étapes d'introduction même du système de gouvernance d'entreprise qui est au centre de la question de Création de Valeur et qui permet de modéliser les relations entre les mandants et les mandataires au sein de l'entreprise. Deuxièmement, nos choix méthodologiques peuvent apporter de nouvelles réponses. Nous allons tester plusieurs variables pour opérationnaliser les opportunités de croissance en variant à chaque fois les deux sous-groupes de notre échantillon. L'idée est de tester le modèle originel sur la base de l'argument central à savoir la présence de fortes ou faibles opportunités de croissance. Pour ce qui est de la variable à expliquer, nous allons déployer une variable de création de valeur actionnariale qui prend en compte à la fois l'aspect financier et comptable de la richesse.

I. Cadre théorique et revues des études empiriques

Sur un marché efficient, la prise de décision se met en place grâce au pouvoir incitatif/coercitif du système de prix. Le prix permet d'évaluer les droits décisionnels et de les mettre à la disposition de ceux qui peuvent les exploiter efficacement grâce à la connaissance spécifique qu'ils détiennent. Toutes choses égales par ailleurs, le propriétaire d'une machine ne la vend que s'il juge le prix proposé supérieur à ce qu'il peut espérer gagner de sa propre exploitation de la machine. Compte tenu de la connaissance spécifique qu'il détient, l'acheteur de la machine espère en tirer des revenus futurs supérieurs au prix qu'il a proposé. Le marché permet de procéder aux transactions des droits décisionnels sans qu'il y ait la moindre friction entre les deux parties.

Quid des droits décisionnels délégués au sein des firmes ?

Le problème de la séparation des fonctions de la propriété (assomption du risque) et de la gestion constitue le point central dans la théorie positive de l'agence dans sa version originelle.

Jensen (1986), dans la continuité de son raisonnement, expose un problème issu directement de cette séparation, en l'occurrence les flux de trésorerie disponibles ou FCF. Dans ce sens, le conflit d'intérêt entre les actionnaires et les managers se pose avec plus d'acuité lorsque l'entreprise génère des flux de trésorerie supérieurs au montant requis pour financer l'ensemble des projets à valeur nette positive actualisée au coût du capital approprié. En effet, cet argent disponible peut être dépensé par les managers pour assoir leur pouvoir discrétionnaire au lieu qu'il soit investi dans l'intérêt des créanciers résiduels. Cette éventuelle destruction de la richesse est plus observable quand les opportunités de croissance des entreprises sont faibles et vice-versa.

La théorie du FCF a retenu l'attention des chercheurs du courant de l'efficiency qui ont mené plusieurs

études depuis les années 80. Le taux d'endettement, la structure du capital, la structure du conseil d'administration, le montant des dividendes, toutes des variables qui ont été testées avec des résultats plus ou moins mitigés pour établir le lien avec les FCF en fonction de la présence ou non des opportunités de croissance. Des flux de trésorerie disponibles représentent le moyen idéal de financement des projets quand les opportunités de croissance permettent une rentabilité espérée au moins égale à celle des projets actuels de l'entreprise en tenant compte du coût du financement.

H1 : Le FCF, en présence de fortes opportunités de croissance, croît la richesse actionnariale.

De l'argent disponible sans opportunité de croissance peut conduire à une mauvaise allocation des ressources en la défaveur de l'actionnaire. En effet, la théorie de FCF affirme que les dirigeants des entreprises à niveau de croissance faible et dégageant des fonds discrétionnaires substantiels sont supposés investir dans des activités qui ne tendent pas vers la maximisation de la richesse des actionnaires. Les dirigeants optent généralement pour ce choix plutôt que pour celui de la distribution des flux excédentaires aux actionnaires sous formes de dividendes ou de superdividendes. La crainte de distribuer massivement des dividendes s'explique par le fait que les dirigeants ne sont pas en mesure de garantir, dans les années à venir, le même taux de croissance des dividendes. Face à ce risque, l'endettement, tout comme la distribution de dividendes ou le rachat d'actions, sont vus comme des moyens permettant de limiter le pouvoir discrétionnaire des dirigeants en réduisant le niveau de FCF à leur disposition. Ces moyens ne sont pas toujours faciles à mettre en œuvre surtout que contraindre le dirigeant à s'endetter ne va pas de soi,

en raison des coûts de faillite et d'agence engendrés. Dans cette situation, le dirigeant peut être enclin à sélectionner davantage de projets plus risqués [M.C. Jensen, W.H. Meckling, 1976] et le remède peut être pire que le mal selon Poincelot (1999).

H2 : Le FCF, en présence de faibles opportunités de croissance, détruit la richesse actionnariale.

II. La méthodologie

La méthodologie développée consiste à mesurer l'influence de l'existence du *FCF* sur la création de valeur actionnariale, grâce à un échantillon de 40 entreprises marocaines cotées, sur une période d'investigation de trois ans, de 2012 à 2014. Une démarche statistique explicative, reposant sur régression linéaire et distinguant deux groupes, les entreprises à faibles opportunités et à fortes opportunités de croissance, a été mise en œuvre à cette fin.

Notre mode d'échantillonnage est appuyé, dans un premier temps, sur l'ensemble des entreprises marocaines cotées à la bourse de Casablanca. Nous avons ensuite éliminé les sociétés n'ayant pas fait l'objet d'une cotation permanente sur les trois années retenues comme champ temporel d'investigation de l'analyse empirique, soit de 2012 à 2014 ;

Puis, nous avons retiré les banques, établissements de crédit, sociétés de financement, compagnies d'assurances, compte tenu de leurs caractéristiques financières spécifiques. (Rajan, R. G., & Zingales, L., 1995).

Enfin, les sociétés pour lesquelles le *FCF* était négatif sur la période d'étude ont été éliminées, puisque l'objet de l'étude repose sur l'impact de l'existence des FCF sur la création de la richesse actionnariale. Ce qui nous a permis d'aboutir à un échantillon de 40 entreprises cotées.

- Variable expliquée : la création de valeur actionnariale selon Fernandez et Villanueva (2005)

Conformément au travail de Fernandez (2005), les deux auteurs définissent la création de richesse actionnariale comme la différence entre la valeur ajoutée de l'actionnaire moins ce que lui a coûté l'action.

VAA = l'augmentation de la valeur de marché des capitaux

- + dividendes reçus au cours de N
- paiements reçus de la part des actionnaires
- + les autres montants reçus (remboursement du capital...)
- conversion de débetures converties

Autrement, la création de valeur pour l'actionnaire est définie par :

$$VAA_{2014} = SVA_{2014} - (EMV_{2013} * K_e)$$

EMV est la capitalisation boursière de la société à la date d'arrêté du bilan et SVA est la valeur actionnariale ajoutée (différence de richesse des actionnaires entre n et n-1).

$SVA_{2014} = EMV_{2014} - EMV_{2013} + \text{dividendes de 2013 versés en 2014} - |\Delta \text{ capital social et primes d'émission entre 2013 et 2014}|$.

Pour évaluer le K_e (rentabilité des capitaux propres), nous avons utilisé le MEDAF et avons pris la rentabilité du MASI de 2013 et 2014 comme indicateur de la rentabilité du marché. Pour la rentabilité de l'actif sans risque, nous avons considéré la rémunération des bons de trésor étatique sur 52 semaines de chacune des années concernées.

- Variable explicative : Le FCF

Il existe des mesures diverses dans les différentes études empiriques sur le FCF. (Lang et al., 1991 ; Lehn et Poulsen, 1989 ; Gul et Tsui, 1998 ; Richardson 2006). Certains auteurs définissent le FCF comme le revenu opérationnel avant les amortissements, les charges d'intérêt et les impôts et

taxes, divisé par la valeur comptable de l'actif total pour tenir compte des effets liés à la taille (Lang et al., 1991). D'autres auteurs retiennent une conception différente, qui consiste à retrancher des *cash flows* les charges d'intérêts, voire même les dividendes versés.

La mesure de FCF retenue dans cette étude se calcule de la manière suivante :

EBE

- taxes (y compris variation des taxes différées sur l'exercice)

- variation de BFR

- dépense d'investissement

= FCF

Nous allons de tester l'impact de des FCF d'une année N sur la création de richesse actionnariale de N+1 et N+2. De ce fait, nous aurons deux variables expliquées, en l'occurrence VAA1 et VAA2.

- **Opportunités de croissance :**

Le Q de Tobin, qui rapporte la valeur de marché d'une firme à la valeur de remplacement de ses actifs, est fréquemment utilisé (Lang et Litzenger, 1989) comme mesure des opportunités de croissance. Q de Tobin est le rapport entre la valeur de marché de l'entreprise et le coût de remplacement des actifs.

D'autres mesures incluent le niveau d'intensité de recherche et développement, en considérant que les opportunités d'investissement sont liées aux dépenses en recherche et développement, ces dernières pouvant alors en constituer une mesure approximative (Crutchley et Hansen, 1989 ; Jensen et al., 1992 ; Bizjack et al., 1993 ; Gaver et Gaver, 1993). C'est la mesure qui est finalement retenue dans cette étude. En conséquence, sur la période 2012-2014, l'actif incorporel rapporté au total de l'actif qui a été utilisé ici en 2012 comme approximation des opportunités de croissance à venir.

Pour expliquer l'impact de FCF des entreprises sur la création de la richesse actionnariale nous avons ajouté des variables de contrôle. Il s'agit de :

- La taille de l'entreprise : Les entreprises de faible taille, y compris celles qui présentent des niveaux de FCF élevés, sont supposées présenter des problèmes d'agence moins importants que les autres, étant donné que le contrôle de l'action des dirigeants semble plus aisé. La taille est mesurée par le logarithme népérien du total actif.

- Le taux de l'endettement : Selon M.C. Jensen, les firmes auraient intérêt à être davantage endettées. Le paiement régulier des intérêts et les remboursements que l'endettement implique, donnent aux créanciers financiers la possibilité de contraindre le dirigeant à renoncer à des investissements non rentables, sous peine de faillite. Ainsi, l'endettement est considéré comme un moyen de contrôle du comportement du dirigeant, pour les firmes dégageant du FCF, chaque partenaire de l'organisation (dirigeants, actionnaires...) étant censé maximiser sa propre fonction d'utilité. Le ratio d'endettement est calculé ainsi :

Valeur comptable de la dette / (Valeur comptable de la dette + capitalisation boursière)

- Distribution des dividendes : le montant distribué en 2014, puisque cette variable a été neutralisée dans le cadre du calcul du FCF de 2013.

- Concentration du capital : Nous nous attendons à juste titre que le % de capital détenu par les 5 plus grands actionnaires modère négativement le lien entre le FCF et la création de richesse actionnariale.

- Secteur : Le comportement des entreprises en matière de distribution de dividendes, de structure de bilan, a fortiori dans le cadre des actifs incorporels, peut être impacté par la nature du secteur étudié. Nous avons distingué trois secteurs (1 : Industrie) (2 : Commerce), (3 : services) pour un neutraliser l'effet sectoriel sur le comportement de nos variables.

Tableau 1 : Présentation des variables de l'étude

Variable expliquée	Mesure
VAA1 VAA2	Valeur ajoutée actionnariale 2013 Valeur ajoutée actionnariale 2014
Variables explicatives	Mesure
FCF	Le montant des FCF en 2012
Opportunités de croissance	Mesure
OP1 OP2	Q de tobin en 2012 Ratio des actifs incorporels en 2012
Variables de contrôle	Mesure
ENDET	Ratio d'endettement : Dettes/(Dettes + valeur de marché des capitaux)
DIV	Montant des dividendes distribués en 2013
TA	Taille : Log total actif
CC	Concentration du capital : % capital détenu par les 5 plus grands actionnaires
SECTEUR	Secteur

III. Les résultats de l'étude

Au vue de la nature numérique des mesures des variables retenues de notre étude, un modèle de régression linéaire a été déployé pour tester nos deux hypothèses.

1) Résultats MCO

Sur la base d'une régression linéaire mettant en relation nos variables dépendante et indépendantes, nous résumons les différents résultats dans les tableaux suivants :

	VAA 1			
	Op1 +	Op1 -	Op2 +	Op2 -
R2 *	0,792	0,757	0,7946	0,649
Coef FCF	1,649	2,845	1,668	4,347
T stud FCF	30,81	2,845	33,71	6,203
Significat	***	***	***	***

	VAA 2			
	Op1 +	Op1 -	Op2 +	Op2 -
R2 *	0,687	0,832	0,6994	0,2339
Coef FCF	-0,428	2,845	-0,4681	1,92
T stud FCF	-6,5589	8,829	-6,309	1,703
Significat	***	***	***	

*Nous n'avons pas eu recours au R_2 ajusté puisque nous avons utilisé le même nombre de variables explicatives dans les différents modèles.

Les deux variables dépendantes ont été testées sur la base des deux sous-échantillons. Deux variables, en l'occurrence OP1 et OP2, nous ont conduit à répartir notre échantillon global deux fois en deux sous échantillons à chaque fois.

2 variables dépendantes x 2 critères d'échantillonnage x 2 sous échantillons = 8 modèles de régression qui sont récapitulés dans le tableau ci-dessus.

2) *Interprétation des résultats*

Impact du FCF de 2012 sur la création de richesse actionnariale en 2013 (VAA1)

Les deux mesures de l'opportunité de croissance ont confirmé le lien positif entre la création de richesse actionnariale après une année et la présence du FCF. Le résultat est surprenant dans la mesure où la création de richesse reste positive même dans le cas d'opportunité de croissance faible avec toujours le coefficient de FCF significatif.

Impact du FCF de 2012 sur la création de richesse actionnariale en 2014 (VAA2)

En neutralisant le FCF 2013 comme variable de contrôle supplémentaire, l'impact est inversé pour les deux sous échantillons. En effet, nous trouvons une relation négative entre la présence du FCF et la

création de richesse quand les opportunités de croissance sont favorables et vice versa. Le FCF devient non significatif dans l'explication de la variance totale pour les entreprises dont le ratio des immobilisations incorporelles est inférieur à la médiane.

Somme toute, H1 a été vérifiée pour la création de richesse après une année pour les deux mesures d'opportunité de croissance. Quant à la création de richesse après deux années de disponibilité de FCF, malgré un R_2 satisfaisant avoisinant les 0,7, la présence de FCF est fonction négative de la création de richesse.

Au demeurant, H2 n'est pas vérifiée dans les quatre configurations. Peu importe la mesure des opportunités de croissance, l'impact est toujours positif du FCF sur la création de richesse en N+1 et N+2.

La recherche comporte des limites qu'il convient de souligner en vue de mieux saisir la portée des résultats. La première limite concerne le nombre limité d'entreprises (40) prises en compte dans notre échantillon. La régression linéaire utilisée pour le test du modèle nécessite des échantillons de grande taille, en pratique dès que l'effectif atteint 30 (Preux, P. M., et al. 2003), pour atteindre un bon niveau de stabilité et de représentativité. Une deuxième limite concerne les difficultés d'opérationnalisation de certaines variables (comme le *free cash flow* lui-même et les opportunités de croissance). Ces variables font l'objet de mesures diverses dans les études empiriques. Lehn et Poulsen(1989), Lang et al. (1989),Agrawal et Jayaraman (1994) Poincelot (1999) ,Jaggi et Gul (1999), Gul et Tsui (1998).Dans le prolongement de ce travail, nous comptons mener cette étude sur un

échantillon d'entreprises plus large en intégrant les entreprises non financières de la région MENA, ce qui va contribuer au renforcement de nos résultats.

Bibliographie

Agrawal, A., & Jayaraman, N. (1994). The dividend policies of all-equity firms: A direct test of the free cash flow theory. *Managerial and Decision Economics*, 15(2), 139-148.

Crutchley, C. E., & Hansen, R. S. (1989). A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management*, 36-46.

Fernandez P. et Villanueva A. (2005), « Eurostoxx50: 1997 – 2004. Shareholder Value Creation in Europe », IESE Business School, University of Navarra, Working Paper n° 583, février.

Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of accounting and economics*, 16(1), 125-160.

Gul F.A. et Tsui J.S.L. (1998), « A Test of the Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypotheses : Evidence from Audit Pricing », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, p. 219-237.

Jaggi, B., & Gul, F. A. (1999). An analysis of joint effects of investment opportunity set, free cash flows and size on corporate debt policy. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 12(4), 371-381.

Jensen G.R., Solberg D.P. et Zorn T.S. (1992), « Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, n° 2, p. 247-263.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Lang L., Stulz R. et Walking R., « A Test of the Free Cash Flow Hypothesis : The Case of Bidder Returns », *Journal of Financial Economics*, vol. 29, n° 2, October, 1991, p. 315-336.

Lang L., Stulz R. et Walking R., « Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers », *Journal of Financial Economics*, vol. 24, n° 1, September, 1989, p. 137-154.

Lang L.H.P. et Litzberger R.H., « Dividend Announcements : Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis ? », *Journal of Financial Economics*, vol. 24, n° 1, September, 1989, p. 181-192.

Lehn K. et Poulsen A. (1989), « Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions », *Journal of Finance*, vol. 44, n° 3, July, p. 771-787.

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions? *The Journal of Finance*, 45(1), 31-48.

Moussa, F. B., & Chichti, J. (2011). Interactions between Free Cash Flow, Debt Policy and Structure of Governance: Three Stage Least Square Simultaneous Model Approach. *Journal of Management Research*, 3(2), 1.

Nekhili M., Wali A. and Chebbi D. (2009). Free cash flow, gouvernance et politique financière des entreprises françaises. *Finance Contrôle Stratégie* 12 (1), 5-31.

Poincelot, E. (1999). Le rôle de l'endettement dans le contrôle du comportement managérial : le cas des firmes dégageant du free cash-flow. *Finance Contrôle Stratégie*, 2(1), 75-89.

Poulain-Rehm T. (2005). L'impact de l'affectation du free cash flow sur la création de valeur actionnariale : le cas de la politique d'endettement et de dividendes des entreprises françaises cotées. *Revue Finance. Contrôle. Stratégie* 8 (4), 205-238.

PREUX, P. M., DRUET-CABANAC, M., DALMAY, F., et al. Qu'est-ce qu'un test paramétrique ? *Revue des maladies respiratoires*, 2003, vol. 20, no 6-C1, p. 952-954.

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure ? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.

Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of accounting studies*, 11(2-3), 159-189.