



**FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES ET DES
SCIENCES DE GESTION
DEPARTEMENT DES SCIENCES DE GESTION**

Mémoire de Fin de cycle
en vue de l'obtention du Diplôme de Master en Sciences de
Gestion

Option : FINANCE D'ENTREPRISE

Thème :

**Etude de la performance financière envisagée sous l'angle de la
création de valeur
Cas : Société de Gestion des Services et Infrastructures
Aéroportuaires (SGSIA-SPA)**

Réalisé par :

Melle MOBAREK Sonia

Mr TAZEROUT Mohand Amokrane

Dirigé par :

Mme ASSOUS Nassima

Remerciements

Arrivant au terme de ce travail, nous tenons à exprimer dans ces lignes notre reconnaissance à toutes les personnes qui ont participé d'une manière ou d'une autre à son aboutissement.

En premier lieu, nous tenons à exprimer notre profonde gratitude à Mme. MOUSSI Nassima notre promotrice, pour sa disponibilité et ses précieux conseils. Elle qui n'a jamais manqué de nous conseiller et de nous orienter tout au long de notre mémoire. Qu'elle trouve ici l'expression de notre respect et de notre profonde reconnaissance.

Nous présentons nos respects et nos sincères remerciements aux membres du jury qui ont accepté d'évaluer notre travail.

Nous voudrions exprimer notre profonde reconnaissance et remerciements à nos parents et nos familles qui ont tant sacrifié dans leurs vies, pour nous garantir une éducation et un avenir.

Nous ne pourrions clôturer ces quelques lignes sans témoigner nos plus vifs remerciements à nos chers amis.

- *Liste des*

abréviations -

Liste des abréviations

AE : Actif Economique

BFR : Besoin en Fonds de Roulement

BPA : Bénéfice Par Action

CFROI: Cash Flow Return On Investment

CI : Capitaux Investis dans l'entreprise

CMPC : Coût Moyen Pondéré du Capital

CP: Capitaux Propres

CT : Court Terme

DCT: Dettes à Court Terme

DLMT: Dettes à Long et à Moyen Terme

DPA : Dividendes Accumulés entre le Début et la fin de période

EVA: Economic value added

FCF: Free Cash Flow

FT: Flux de Trésorerie

K: Coût du Capital

MVA: Market Value Added

NOPAT: Résultat opérationnel après impôt corrigé

OPA: Offre Public d'Achat

PBR: Price to Book Ratio

PDG : Président Directeur Général

RCI : Tauxde Rentabilité Après Impôt

RET : Résultat Economique Apres Impôt

Rf : Taux de l'argent sans risque

Rm : Rentabilité exigé par le marché

ROE : Return On Asset

ROCE : Taux de rentabilité économique

Liste des abréviations

SGSIA : Société de gestion des services et infrastructures aéroportuaires

TSR : Total Shareholder Return

TRI: Taux de Rentabilité Interne

VAN : Valeur Actuelle Nette

VD: Valeur Disponibles

V_{CP} : Valeur des capitaux accumulés par les propriétaires

V_d : Valeur des dettes

V_e : Valeur de l'entreprise

VE: Valeur D'exploitation

VI: Valeur Immobilisées

VR: Valeur Réalisables.

VR_n : Valeur récupérable à terme

WACC: Weighted Average Cost of Capital

- Sommaire -

Sommaire

Liste des abréviations

Introduction générale.....	1
Chapitre I : Aspect théorique de la performance financière.....	6
Introduction du chapitre I.....	6
Section 1 : l'approche financière de la performance	7
Section 2 : les outils et indicateurs de pilotage de la performance financière.....	15
Conclusion du chapitre I.....	29
Chapitre II : la création de valeur : le renouveau d'une approche d'évaluation de la performance financière.....	31
Introduction du chapitre II.....	31
Section 1 : l'importance prise par la création de valeur.....	32
Section 2 : les mesures de la création de valeur.....	48
Conclusion du chapitre II.....	59
Chapitre III : la gouvernance d'entreprise : quel impact sur la création de valeur...	61
Introduction de chapitre III.....	61
Section 1 : la gouvernance d'entreprise dans une optique de création de valeur.....	62
Section 2 : la mise en place de la gouvernance d'entreprise.....	73
Conclusion du chapitre III.....	84
Chapitre IV : Illustration des développements théoriques à travers le cas de la SGSIA.....	86
Introduction du chapitre IV.....	86
Section 1 : présentation de la SGSIA.....	87
Section 2 : analyse de la structure financière de l'entreprise.....	98
Section 3 : analyse de l'activité et de la rentabilité de la SGSIA par les ratios.....	111
Conclusion du chapitre IV.....	127
Conclusion générale.....	129
Bibliographie.....	132
Illustrations	137
Annexes.....	140
Table des matières.....	156

-Introduction Générale-

Introduction Générale

Les deux dernières décennies ont vu s'opérer une modification radicale de l'économie suite à la restructuration du capitalisme qui a donné un nouvel essor au développement économique. La participation de l'entreprise joue un rôle primordial et indéniable du fait que sa performance influence directement la croissance économique du pays. Pour cela, les entreprises éprouvent un besoin permanent d'estimer leur performance. Ceci permet de surveiller leur évolution, mesurer les résultats de la gestion appliquée et détecter de la sorte, le moindre signe préoccupant dans son fonctionnement normal.

L'étude des performances peut concerner aussi bien les entreprises saines que les entreprises en difficultés. Cette opération correspond à l'identification des causes des difficultés pour prendre les mesures de redressement nécessaires permettant d'améliorer la situation de l'entreprise. L'appréciation des performances correspond aussi à la volonté des dirigeants d'améliorer la situation de son entreprise en agissant sur les points faibles et en renforçant les points forts.

Il est également impératif de prendre en considération dans le processus d'appréciation des performances de l'entreprise la « Création de valeur » rarement évoquée dans le passé par les entreprises. Elle est devenue un élément central de la vie économique en ce qu'elle guide les décisions des différentes catégories d'agents économiques. En effet, le contexte qui suscite cette nouvelle donne est celui qui laisse entendre que les actionnaires exigent une gestion soucieuse de sauvegarder leurs intérêts et qu'ils souhaitent avoir une idée précise de leur rendement global, compte tenu du risque, de la croissance et surtout de la réalité économique. Dans ce sens, la prise en compte du coût des fonds propres constitue une donnée pertinente dans le monde de l'évaluation.

D'un point de vue financier, l'objectif principal de toute entité est d'être en mesure de créer de la valeur, c'est-à-dire être capable de réaliser des investissements dont le taux de rentabilité dégagée est supérieur au taux de rentabilité exigée compte tenu du risque. Si cette condition est remplie, la valeur de l'action progressera, dans le cas contraire, elle baissera. Une entreprise qui réussit la mobilisation des capitaux dont elle a besoin pour son développement, est celle qui créera plus de valeur aux capitaux investies.

Ceci étant, l'optimisation de la richesse des apporteurs de capitaux doit être intégrée dans la stratégie de l'entreprise, car les bailleurs de fonds ne s'engagent dans le financement de l'entreprise que s'ils s'assurent des performances qu'elle est susceptible de réaliser.

Problématique et hypothèses de recherche :

En vue de l'importance grandissante de la création de valeur pour l'actionnaire, il convient de présenter à travers ce mémoire, la notion de création de valeur à la fois comme un outil de mesure de la richesse créée par l'entreprise et comme un instrument clé de sa performance.

En raison du développement de la création de valeur, il semble légitime que cette dernière soit aujourd'hui une composante active de la performance financière. De là découle la question principale de notre travail :

Peut-on assimiler la création de valeur au simple fait que l'entreprise soit performante financièrement ?

De cette question centrale dérive deux questions secondaires :

- La performance financière de l'entreprise reflète-elle réellement la création de valeur ?
- Quelle mesure financière pour la création de valeur ?

Hypothèses :

Hypothèse 1 : La SGSIA étudie la performance financière sous l'angle de la création de valeur.

Hypothèse 2 : La SGSIA se contente seulement de la performance financière comme indicateur de création de richesse.

Choix du thème :

Le choix du sujet intitulé « Etude de la performance financière envisagée sous l'angle de la création de valeur au sein de l'entreprise publique algérienne SGSIA-SPA » est motivé par trois raisons :

- La première raison : le thème de la création de valeur est au cœur de la préoccupation de la finance d'entreprise, c'est pourquoi nous avons choisi d'approfondir nos réflexions sur ce sujet qui est la base de développement de l'entreprise et la croissance économique du pays.
- La deuxième raison : ce sujet s'inscrit dans l'objet de notre formation. La création de valeur et l'étude de la performance financière sont au centre de la finance d'entreprise.
- La troisième raison : les entreprises publiques algériennes sont considérées comme le principal acteur qui joue un rôle primordial dans l'économie du pays .C'est pour cela, nous avons focalisé notre étude sur l'entreprise publique : la SGSIA-SPA.

Objet de recherche :

L'objet de notre travail est très clairement la performance financière envisagée sous l'angle de la création de valeur.

Nous nous inscrivons dans ce courant de recherche qui s'intéresse à l'étude de la performance financière et qui considère la création de valeur comme source de performance pour l'entreprise. Nous nous intéressons à la performance financière et aux mécanismes de la création de valeur.

Ce sujet est d'actualité. Il est primordial d'étudier la capacité de l'entreprise à créer de la valeur.

Pour cela nous visons à faire une étude sur la performance financière en intégrant le coût des ressources considéré comme le principal déterminant de la création de valeur. Et étudier les différents indicateurs utilisés par l'entreprise pour mesurer cette valeur, puis tenter de rapprocher la théorie de la pratique en s'appuyant sur une étude empirique effectuée à l'entreprise publique : SGSIA-SPA.

Méthodologie de recherche :

Afin d'apporter des réponses à nos préoccupations de recherche, nous avons utilisés la démarche suivante :

- 1) **Une recherche bibliographique** : nous avons exploité un certain nombre de documents et ouvrages relatifs au développement technique

de notre thème. De plus nous nous sommes appuyés sur l'examen de certains documents internes (comptables et financiers) fournis par l'entreprise.

2) **Une technique d'interview** : nous a permis de recueillir les données importantes pour notre recherche. Nous avons aménagé des entrevues qui nous ont permis de nous entretenir avec les responsables de plusieurs services de la direction financière (DFI) de la SGSIA-SPA, ainsi l'élaboration d'un questionnaire pour recueillir des informations en relation avec l'objectif fixé.

3) **Une méthode analytique et comparative** : le volet analytique, il a pour vocation de soutenir le cadre théorique, il a servi à analyser les informations collectées et interpréter les résultats.

Quant à la méthode comparative : nous a été d'un apport considérable du fait qu'elle nous a permis de regrouper, interpréter et comparer les données relatives au travail selon des différentes années de notre étude.

Structure de travail :

Afin de répondre à la problématique posée, nous avons structuré notre travail de recherche en quatre chapitres.

Le premier chapitre est consacré aux aspects théoriques de la performance financière, à savoir, ses principaux déterminants dans l'évaluation de la rentabilité de l'entreprise, les différents outils et indicateurs utilisés pour l'analyse de la performance financière.

Le deuxième, traite de la notion de création de valeur, considéré comme un outil de mesure de la richesse créée par l'entreprise.

Le troisième aborde la gouvernance d'entreprise, expose respectivement ce concept, la théorie d'agence, l'impact de cette gouvernance dans la maximisation de la valeur et sa relation avec la performance financière de l'entreprise.

Enfin le dernier chapitre, consiste à illustrer nos développements théoriques, en les appliquant au cas de la SGSIA-SPA.

-Chapitre 1-

*Aspect théorique de la performance
financière.*

Introduction

L'objet de toute entité économique est la réalisation de profit. Tous les acteurs de l'entreprise sont intéressés par la bonne performance financière de celle-ci et l'aborde selon différentes méthodes. Ceci explique les nombreux sens élaborés autour de ce concept.

Pour remplir sa mission et être performante, l'entreprise fixe des objectifs intermédiaires, opérationnels ou d'exploitation qui permettent de s'acquitter de sa mission ultime. Ces objectifs peuvent être le profit maximum, la survie, la puissance et le pouvoir, la part de marché, l'augmentation du chiffre d'affaire.

Ainsi, Les entreprises afin d'atteindre ses objectifs et avoir un avantage concurrentiel, cherchent à améliorer leurs performances, pour satisfaire les attentes de chaque clients et de chaque partenaires, pour cela il faut mesurer la performance pour toute les formes de valeurs créées dans un esprit d'amélioration permanente.

L'évaluation et le suivi de la performance des entreprises sont des activités qui ont pris beaucoup d'ampleur dans les dernières années. Elles sont devenues nécessaires étant donné la marge de manœuvre que possèdent les dirigeants est significativement réduite. Le nouvel ordre économique mondial oblige de plus en plus les entreprises à faire plus et avec moins. Pour évaluer ainsi la qualité de leurs décisions, les dirigeants doivent surveiller, et gérer la performance de leur organisation. Pour arpenter leur performance, les dirigeants peuvent faire appel à des outils et indicateurs pour le pilotage de leur performance financière dans leur entité.

Dans ce chapitre nous allons abordés les aspects théoriques de la performance financière, en mettant en évidence ses principaux déterminants dans l'évaluation de la rentabilité de l'entreprise. Ensuite, nous présenterons les différents outils et indicateurs utilisés par les entreprises dans leur analyse de la performance financière.

Section1 : L'Approche financière de la performance.

La performance d'entreprise est une notion centrale en sciences de gestion. Depuis les années 80 de nombreux chercheurs se sont attachés à la définir.

Le terme « performance » est largement utilisé dans le champ de la gestion d'entreprise mais avec une multitude de définitions, comme l'exprime si bien Adrien PAYETTE ¹ : « il n'y a pas de définition universelle et global de la performance, il est inutile d'en chercher une ». Ce qui renvoie à la polysémie de ce mot. Ainsi, la notion de performance renvoie indifféremment à plusieurs traductions : économique, financière, juridique et organisationnelle, et toutes ces performances se mêlent et se côtoient au sein de chaque entreprise.

Dans le développement de cette section nous essayerons de donner une définition précise de la performance de l'entreprise en se basant sur la performance financière et ses principaux déterminants.

1. Etymologie de la performance

Le mot performance existe depuis très longtemps dans d'autres domaines que celui de la gestion des entreprises. Son origine remonte au milieu du 19^{ème} siècle dans la langue française. A cette époque, il désignait à la fois les résultats obtenus par un cheval de course et le succès remporté dans une course. Puis, il désigna les résultats de l'exploit sportif d'un athlète. Son sens évolua et au cours du 20^{ème} siècle, il indiquait de manière chiffrée les possibilités d'une machine et désignait par extension un rendement exceptionnel.

2. Notion de performance

La performance dans sa définition française est le résultat d'une action, voir le succès ou l'exploit. Contrairement à son sens français, Selon BOURGUIGNON ², la performance en anglais « contient à la fois l'action, son résultat et éventuellement son exceptionnel succès » Ainsi la performance peut se définir comme la réalisation des objectifs organisationnels, quelles que soient la nature et la variété de ces objectifs. Cette réalisation

¹ PAYETTE Adrien, « l'efficacité des gestionnaires et des organisations », Presse de l'université du Québec, 2011, page18.

² BOURGUIGNON Annick, « peut-on définir la performance ? » Revue française de comptabilité, 1995,page 61.

peut se comprendre au sens strict (résultat, aboutissement) ou au sens large du processus qui mène au résultat. La performance n'existe que si on peut la mesurer et ne peut être limitée à la connaissance d'un résultat. Alors, on évalue les résultats atteints en les comparant aux résultats souhaités.

Dans les définitions de la performance on trouve ce que LEBAS¹ a appelé les caractères communs de la performance :

- Accomplir, réaliser une activité dans un but déterminé ;
- Réalisation d'un résultat ;
- Comparaison d'un résultat par rapport à une référence interne ou externe ;
- Aptitude à réaliser ou à accomplir un résultat ;
- Appliquer des concepts de progrès continus dans un but de compétition ;
- Mesurer par un chiffre ou une expression communicable.

La performance n'existe que si on peut la mesurer et cette mesure ne peut en aucun cas se limiter à la connaissance d'un résultat. Alors, on évalue les résultats atteints en les comparant aux résultats souhaités ou à des résultats étalons.

Pour BOUQUIN², mesurer la performance revient à mesurer les trois dimensions qui la composent : l'économie consiste à se procurer les ressources au moindre coût, l'efficacité est le fait de maximiser la quantité obtenue de produits ou de services à partir d'une quantité donnée de ressources. Enfin, l'efficacités est le fait de réaliser les objectifs et finalités poursuivis.

2.1. Les piliers de la performance d'une organisation

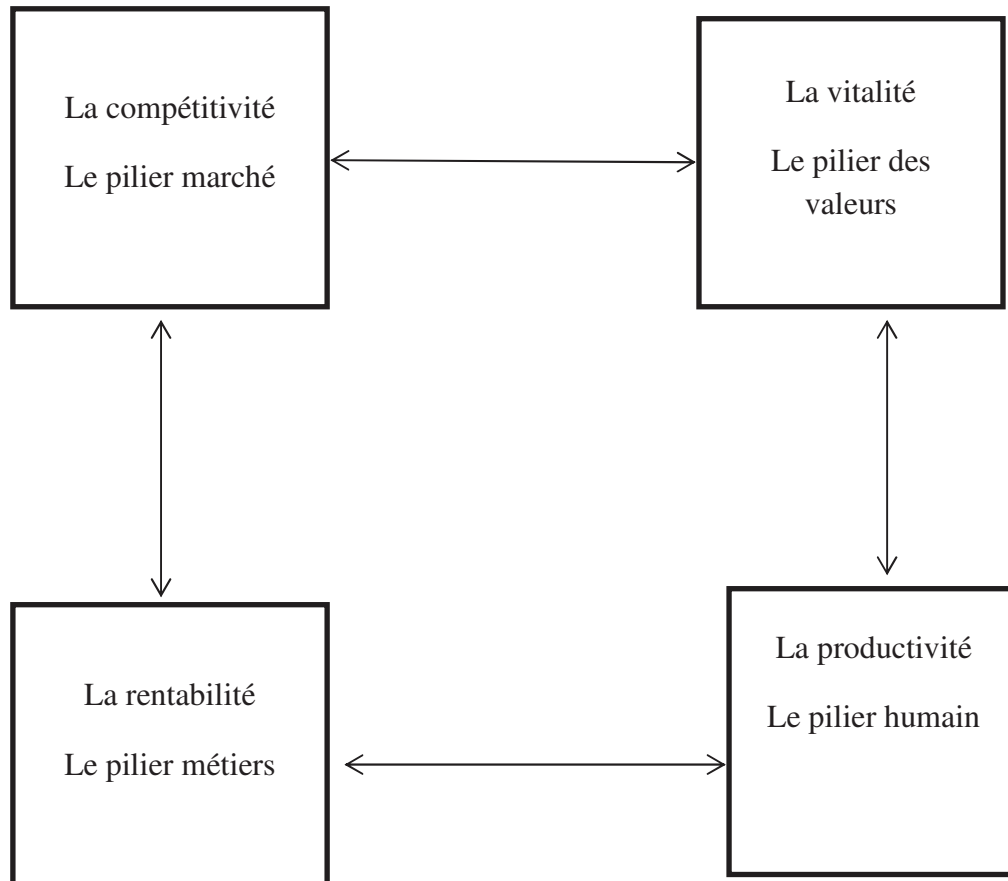
Les piliers de la performance sont la base de la performance d'une organisation. Selon PINTO³ « la performance de l'entreprise est directement impactée par l'effort que les dirigeants consacrent à maintenir leur entreprise au niveau des meilleures pratiques sur chacun des territoires ». En effet, l'auteur indique que la performance repose sur quatre piliers qui entretiennent des relations synergiques très fortes.

¹LEBAS Michel, « définir la performance, revue française de comptabilité », 1995, page 62.

²BOUQUIN Henri, « le contrôle de gestion », 8ème Edition, paris, 2008, page 76

³PINTO Paul, « La performance durable », Les Editions Dunod, Paris, 2003, page 11

Figure 1 : Les quatre piliers de la performance organisationnelle



Source : PINTO Paul (2003), La performance durable, Les Editions Dunod, Paris page11

2.1.1. La compétitivité pour pilier du marché ¹

La compétitivité d'une entreprise est d'abord sa maîtrise du marché et sa capacité à apporter des réponses nouvelles, et adéquates aux besoins des consommateurs.

2.1.2. La vitalité pour pilier des valeurs

La vitalité d'une entreprise est en rapport avec ses valeurs. Car ce dernier constitue un système de protection contre les menaces qui pèsent sur l'entreprise.

¹ PINTO Paul, Op.cit, page12, 13.

2.1.3. La productivité pour pilier du personnel

Les hommes constituent la principale ressource des entreprises et sans doute un dernier élément de différenciation et d'avantage concurrentiel. Pour que le personnel soit productif, il suffit de le motiver en instaurant un système de communication permanent avec les collaborateurs. Les dirigeants doivent fournir à leur collaborateurs une vision stratégique claire qui exprime à la fois l'ambition de l'entreprise sa politique et ses objectifs.

2.1.4. La rentabilité pour le pilier du métier

Le territoire métier est un enjeu majeur de la performance, stratégie et rentabilité .c'est le domaine de l'excellence stratégique et opérationnelle dans lequel l'entreprise va puiser une grande partie de sa performance. L'exigence en termes de création de valeur conduit à s'interroger si l'entreprise utilise de façon rationnelle ses ressources. Il convient cependant d'étudier la performance financière qui traduit la santé financière de l'entreprise.

3. Définition de la performance financière

La performance financière de l'entreprise peut être définie comme étant l'efficacité des décisions sur la rentabilité de la firme et sa capacité à atteindre ses objectifs fixés à partir d'une stratégie choisie.

Selon l'ouvrage écrit par Pierre Paucher¹, la firme performante est celle qui investit de façon régulière, c'est-à-dire des dépenses immédiates réalisés en vue de recettes futures, afin d'assurer sa survie et sa croissance. Toutefois, l'auteur ajoute que le financement de ces dépenses immédiates ne sera possible que si la firme a réalisé précédemment un surplus monétaire ou une épargne.

Pour SAHUT et AL² la performance financière peut être entendue comme les revenus issus de la détention des actions. Les actionnaires étant le dernier maillon de la chaîne à profiter de l'activité de l'entreprise.

¹PAUCHER Pierre, « Mesure de la performance financière de l'entreprise », collection la gestion en plus, page 20.

²SAHUT Jean Michel, JS Lantz, « la création de valeur et performance financière », la revue du financier, 2003, page 28.

Pour bien mesurer la performance financière, l'entreprise doit maîtriser ses différents déterminants que nous allons voir ci-dessous.

4. Les déterminants de la performance financière

On parle de plusieurs déterminants d'appréciation de la performance financière, mais les plus utilisés sont : l'efficacité, l'économie des ressources, l'efficience, la qualité, la politique financière, la compétitivité et la création de valeur.

4.1. L'efficacité

L'efficacité est la capacité d'une personne, d'un groupe ou d'un système de parvenir à ses fins, à ses objectifs (ou à ceux qu'on lui a fixés). Être efficace revient à produire à l'échéance prévue les résultats escomptés et réaliser des objectifs fixés, qui peuvent être définis en termes de quantité, mais aussi de qualité, de rapidité, de coûts et de rentabilité.

D'après VOYER¹, l'efficacité peut être orientée vers l'intérieur ou l'extérieur de l'unité. L'efficacité interne est mesurée par les résultats obtenus comparés aux objectifs que l'on a fixés. L'efficacité externe est déterminée par les bons résultats obtenus, l'atteinte des objectifs en fonction de la cible du client et la production des effets voulus sur les cibles, en lien avec la mission. En effet, VOYER propose le ratio suivant pour mesurer l'atteinte des objectifs fixés :

$$\text{L'efficacité} = \frac{\text{les outputs réalisés (objectifs atteints)}}{\text{les outputs visés (objectifs établis)}}$$

La performance consiste donc à obtenir un certain résultat conformément à un objectif donné. L'efficacité constitue le critère clé de la performance réfléchie de l'entreprise.

¹VOYER Pierre, « tableau de bord de gestion et indicateurs de performance », 2eme édition, presse de l'université du Québec, 2002, page113.

4.2. L'efficacité

L'efficacité est l'optimisation des outils mis en œuvre pour parvenir à un résultat. Elle se mesure sous la forme d'un rapport entre les résultats obtenus et les ressources utilisées. VOYER¹ propose le ratio suivant :

$$\text{l'efficacité} = \frac{\text{résultats atteints (outputs produits)}}{\text{ressources utilisées (effort fourni)}}$$

Une action sera donc considérée comme efficace si elle permet d'obtenir les résultats attendus au moindre coût. La performance est un résultat optimal obtenu par l'utilisation la plus efficace possible des ressources mises en œuvre.

4.3. L'économie des ressources

L'entreprise économise lorsqu'elle évite les dépenses jugées inutiles. Autrement dit lorsqu'elle utilise de manière rationnelle ses ressources. Cette utilisation contribue à l'amélioration de la performance financière de l'entreprise.

D'après BOUQUIN ² « l'économie consiste à se procurer les ressources au moindre coût, le terme économie fait référence à l'acquisition des ressources. »

En effet, une meilleure économie des ressources nécessite également la réduction des coûts liés à la réalisation d'une relation avec autrui et à l'intérieur même de l'entreprise. Une réduction des coûts de transaction, il s'agit entre autre des coûts d'acquisitions d'informations, des coûts relatifs aux procédures de contrôle, des coûts de renégociation.

4.4. La qualité

La qualité est définie selon la norme (ISO 9000, 2005) comme l'aptitude d'un ensemble de caractéristiques intrinsèques à satisfaire des exigences. La qualité est également importante pour les propriétaires de l'entreprise, car elle participe à l'objectif de rentabilité sur le long terme.

¹VOYER PIERRE, op.cit, page 113.

²BOUQUIN Henri, op.cit, page 75.

4.5. La politique financière de l'entreprise

La politique financière est la conduite des affaires de l'entreprise pour ce qui concerne ses aspects financiers structurels. Elle consiste à préparer et à prendre les décisions utiles en vue d'atteindre l'objectif de maximisation de la richesse.

En effet la politique financière est l'ensemble des pratiques mises en œuvre par les dirigeants d'une firme pour appréhender les flux financiers qui la traversent et influencer sur eux dans le sens voulu. Elle est une pratique orientée vers l'accomplissement d'un but ou, plus exactement, vers l'atteinte d'un ensemble d'objectifs.

Selon Leroy¹ «la stratégie est la fixation d'objectifs en fonction de la configuration de l'environnement et des ressources disponibles dans l'organisation, puis l'allocation de ces ressources afin d'obtenir un avantage concurrentiel durable et défendable ».

La finalité de la stratégie n'est pas seulement de dégager un profit ponctuel, mais d'assurer la pérennité de cette génération de profit.

Ainsi la politique financière constitue un déterminant de la performance car elle permet d'apprécier l'adéquation entre les objectifs stratégiques initialement définis et les résultats effectivement atteints.

4.6. La compétitivité

La compétitivité est la capacité d'une entité, à faire face à la concurrence effective ou potentielle. Elle désigne l'aptitude de l'entreprise à occuper une position forte et considérable sur un marché.

On distingue deux types de compétitivité qui sont :

- **La compétitivité coût**

Désigne la capacité d'un produit à attirer des clients au détriment des produits concurrents du fait de son prix. Sa mesure permet de situer la place de l'entreprise sur le marché par rapport à ses concurrents.

¹LEROY Frédéric, « les stratégies de l'entreprise », 3eme° Edition, Paris, Dunod, 2008, page 7.

- **La compétitivité hors coût**

Désigne la capacité d'un produit à attirer des clients au détriment des produits concurrents du fait des éléments indépendants du prix. Elle est obtenue grâce à des éléments comme la qualité des produits, l'innovation, le service, le design...

La compétitivité participe à la détermination de la performance financière de l'entreprise, car elle permet de générer des ressources financières.

4.7. La création de valeur

L'entreprise crée de la valeur si la rentabilité de ses fonds propres est supérieure à la rentabilité espérée.

En effet, la création de valeur est la finalité de toute entreprise. Les orientations stratégiques et les systèmes de rémunération des dirigeants et des employés doivent découler de cette finalité.

Selon Bogliolo¹ « les dirigeants et employés de l'entreprise ne peuvent pas avoir : la satisfaction du client, les parts de marché, la qualité ou la présence internationale, mais plutôt la création de valeur ».

La création de valeur doit éveiller un véritable système de gestion par la valeur gouvernant l'ensemble des procédures de toute entreprise, par exemple, le budget et l'allocation des ressources. Elle est alors employée au niveau de toute prise de décisions pour orienter tout le personnel vers la maximisation de la performance de l'entreprise.

Cette section nous a permis de comprendre l'ensemble des aspects de la performance financière par le biais de ses déterminants. Mais après avoir cerné cette notion, le suivi de son appréciation est nécessaire. Pour cela les entreprises peuvent faire appel à des outils et indicateurs qui feront l'objet de la prochaine section.

¹BOGLIOLO Felix, « Améliorez votre performance économique ! Tout ce que vous avez toujours voulu savoir sur la création de valeur sans jamais oser la demander », Edition d'organisation. , 2000, page35.

Section2 : les outils et indicateurs de pilotage de la performance financière.

L'entreprise a besoin de connaître à tout moment la rentabilité de son activité pour cela les dirigeants font une mesure de la performance financière en utilisant des outils et indicateurs qui les aide dans leur appréciation. .

Pour rentrer dans une logique de pilotage de la performance financière, l'entreprise doit chercher des activités créant de la valeur dans le futur et penser à être réactive en cas d'évolution des marchés et des besoins.

Dans cette présente section, nous parlerons d'abord des indicateurs de la performance financière et des principaux outils utilisés par l'entreprise pour étudier cette performance.

1. Les indicateurs de la performance financière

L'indicateur est un instrument statistique qui permet d'observer et de mesurer un phénomène. C'est un outil du contrôle de gestion.

Les indicateurs de mesure de la performance financière sont nombreux. Ils permettent de comparer les résultats dégagés par l'activité de l'organisation avec les moyens financiers mis à disposition. Ces indicateurs sont : la rentabilité, la profitabilité et l'autofinancement.

1.1. La rentabilité

Selon HOARAU¹ «la rentabilité est l'aptitude de l'entreprise à accroître la valeur des capitaux investies, autrement dit à dégager un certain niveau de résultat ou de revenu pour un montant donné de ressources engagées dans l'entreprise».

La rentabilité est un indicateur qui représente la capacité d'une entreprise à réaliser des bénéfices à partir des moyens mis en œuvre. Elle représente l'évaluation de la performance des ressources investies par des apporteurs de capitaux, c'est donc l'outil d'évaluation privilégié par l'analyse financière.

On distingue deux types de rentabilité : la rentabilité économique et la rentabilité financière.

¹ HOURAU Christian, « Maitriser le diagnostic financier » 3eme Edition, Revue fiduciaire, 2008, page 88.

1.1.1. La rentabilité économique ROA (Return On Assets)

La rentabilité économique est la mesure de la performance économique de la firme dans l'utilisation de son actif. Elle désigne le rapport du résultat d'exploitation de l'entreprise, affecté du taux de l'impôt sur les sociétés, sur son actif économique, c'est-à-dire l'ensemble des capitaux employés. Elle rapporte la richesse produite aux moyens capitalistiques engagés (immeubles, machines, brevets, besoin en fonds de roulement...). Elle permet de mesurer la capacité de l'entreprise à offrir un rendement à l'ensemble de ses sources de financement, créanciers et actionnaires.

Elle est mesurée par le ratio suivant ¹ :

$$\text{rentabilité économique} = \frac{\text{Résultat d'exploitation}}{\text{Ressources stable}}$$

La rentabilité économique exprime la capacité des capitaux investis à créer un certain niveau de bénéfice avant paiement des éventuels intérêts sur la dette. Elle est donc une mesure de la performance économique de l'entreprise dans l'utilisation de son actif : elle détermine quel revenu parvient-elle à générer en fonction de ce qu'elle dispose. C'est donc un ratio utile pour comparer les entreprises d'un même secteur économique.

1.1.2. La rentabilité financière ROE (Return On Equity)

La rentabilité financière est le rapport entre le résultat net et les capitaux propres après affectation du résultat financier et des impôts sur les sociétés. Elle mesure la performance de l'entreprise revenant aux seuls actionnaires, une fois les créanciers et l'État servis.

¹HUTIN Hervé, « toute la finance », Edition d'organisations, Paris, 2008, page 38.

$$\text{rentabilité financière} = \frac{\text{résultat net}}{\text{capitaux propres}}$$

Selon HOURAU ¹ « le taux de rentabilité financière permet d'apprécier l'efficacité de l'entreprise dans l'utilisation des ressources apportés par les actionnaires. »

Ce ratio permet une première approximation de la bonne utilisation des apports des actionnaires, enrichis au fil des années par l'activité. Mais son évolution ne permet pas de juger de la bonne structure de financement d'une entreprise.

1.2. La profitabilité ²

La profitabilité est l'aptitude de l'entreprise à secréter un certain niveau de résultat ou revenu pour un volume d'affaire donné.

Cet indicateur analyse l'activité de l'entreprise en comparant le résultat net comptable (bénéfice ou perte) au chiffre d'affaires hors taxes de l'exercice comptable. La profitabilité est exprimée en pourcentage, dont le ration ci-dessous :

$$\text{Taux de profitabilité} = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Chiffre d'affaire}} \times 100$$

1.3 L'autofinancement ³

La rentabilité de l'entreprise s'évalue aussi par sa marge d'autofinancement. Cette marge est formée d'un ensemble de moyens financiers de l'entreprise non utilisés à la rémunération des services qui lui sont fournis. Ils ne proviennent ni d'un apport nouveau des associés ni d'un endettement envers des tiers, mais de l'entreprise elle-même.

¹ HOURAU Christian, op.cit, page 91.

² DE LA BRUSELERIE Hubert, « analyse financière », 4^{ème} Edition, Dunod, Paris, 2006, page 32.

³ Idem, page 46.

L'autofinancement sert à financer de nouvelles activités et à augmenter les capitaux propres ce qui améliore la sécurité financière et accroît la capacité d'emprunt. Pour évaluer la rentabilité, nous prendrons en compte cette formule.

$$\text{Autofinancement} = \text{CAF} - \text{dividendes}$$

Les dirigeants sont en attente d'autofinancement. En effet, celui-ci représente une ressource de financement stable (à la différence des emprunts bancaires).

2. Les outils de mesure de la performance financière

Dans le cadre de notre étude les outils de mesure de la performance que nous allons utiliser sont le budget, les états financiers et les principaux ratios financiers.

2.1. Le budget

Un budget est un document produit annuellement par les entreprises, les administrations ou encore les organisations. Il fait état des recettes et des dépenses prévisionnelles planifiées pour l'exercice à venir. Le budget est un outil incontournable pour les chefs d'entreprise qui l'utilisent à des fins de pilotage, de prévision et de contrôle de leurs activités. Il peut se focaliser sur les recettes et dépenses liées à l'exploitation ou à l'investissement.

Selon SELMER¹ « le budget constitue avant tout un objectif, qui peut être atteint, manqué ou dépassé pour toutes sortes de raisons. Celles-ci peuvent provenir du manque de contrôle du département concerné. L'importance est d'identifier les écarts et de prendre les décisions correctives nécessaires ».

Ainsi, Le budget est un système d'appréciation de la performance dans la mesure où il intègre à la fois, l'économie, l'efficacité et l'efficacité. Il permet de faire un rapprochement comparatif des résultats avec des objectifs fixés au départ.

¹ SELMER Caroline, « construire et défendre son budget : outils comportements », les Edition Dunod, Paris, 2003, page 75.

L'analyse périodique des écarts entre les réalisations et les prévisions de trésorerie permet de prendre certaines décisions opérationnelles.

2.2. Les états financiers

L'évaluation de la performance financière est importante. Elle sert à détenir la comptabilité de l'entreprise et le suivi de ses résultats financiers. Ce suivi peut intéresser plusieurs acteurs tout d'abord les actionnaires (cherchent à savoir si l'entreprise est rentable si elle va avoir une politique de redistribution de dividendes), c'est donc un élément important pour eux, pour connaître la réalité comptable de l'entreprise.

Les prêteurs sont aussi intéressés par cette rentabilité de l'entreprise, ils veulent savoir si les capitaux qu'ils ont fournis vont être remboursés par l'entreprise.

Les clients et les fournisseurs qui cherchent si l'entreprise va continuer à exister et si elle est solvable c'est-à-dire en mesure d'honorer ses engagements. L'Etat aussi à travers le fisc, cherche l'impôt sur le bénéfice qui va être collecté.

La comptabilité de l'entreprise intéresse divers catégories d'agents qui cherchent essentiellement dans quelle situation se trouve l'entité. Les instruments utilisés par celle-ci et qui nous permettent d'évaluer la performance financière sont le bilan et le compte de résultat.

2.2.1. Le bilan ¹

Le bilan est un document comptable qui donne une représentation du patrimoine de l'entreprise à un moment donné (sur l'ensemble de son existence). Il nous permet d'analyser le passif et de le confronter à ceux qu'on appelle l'actif et calculer différents ratios pour l'aide dans l'analyse de la performance financière de l'entité.

Les ratios calculés depuis le bilan sont les suivants :

¹ LEGROS Georges, « finance d'entreprise », Dunod, Paris, 2010, page 39.

2.2.1.1. Les ratios de structure ¹

Les ratios de structure sont des indicateurs qui caractérisent la composition du patrimoine, en mesurant des rapports relatifs à l'actif ou au passif du bilan. Ils donnent une bonne image de l'évolution des emplois et des ressources, afin d'apprécier les équilibres financiers.

- **La vocation de l'entreprise**

Ce ratio mesure le poids des immobilisations dans le total bilan, il nous renseigne sur la nature de l'activité de l'entreprise.

$$\text{Vocation de l'entreprise} = \frac{\text{Valeurs immobilisées}}{\Sigma \text{ Emplois}} * 100$$

- Si les VI se situent entre 50% et 65% avec des valeurs d'exploitation (VE) composées de stocks de matières premières et de produits finis, ceci implique que l'entreprise est à vocation industrielle ;
- Si les **VI < 50%** et les VE constituées exclusivement par des marchandises, ceci implique que l'entreprise est à vocation commerciale ;
- Si les **VI > 50%** avec des VE composées à la fois de marchandises, de produits finis et de matières premières, ceci implique que l'entreprise est à double vocation c'est-à-dire industrielle et commerciale en même temps.

- **Valeurs d'exploitation**

Ce ratio nous renseigne sur la part occupée par les VE dans le total des emplois. On note que la quantité et la composition des VE dépendent principalement de la vocation de l'entreprise.

$$\text{Valeurs d'exploitation} = \frac{\text{Valeurs d'exploitation}}{\Sigma \text{ Emplois}} \times 100$$

¹ ROCHER-MEUNIER Beatrice, « l'essentiel du diagnostic financier », 5^{ème} Edition d'organisation, Paris, 2011, page 30.

- **Valeurs réalisables**¹

Ce ratio nous informe sur la part occupée par les VR dans l'ensemble des emplois.

Il se calcul comme suit

$$\text{valeurs réalisables} = \frac{\text{Valeurs réalisables}}{\Sigma \text{ Emplois}} * 100$$

- **La gestion de la trésorerie**

Ce ratio nous renseigne sur la qualité de gestion de la trésorerie donc la liquidité au sein de l'entreprise. Il se calcul comme suit

$$\text{Gestion de la trésorerie} = \frac{\text{Valeurs disponibles}}{\Sigma \text{ Emplois}} \times 100$$

- Si les **VD** ≤ **5%** cela signifie une gestion rationnelle de la liquidité à condition que l'entreprise ne présente pas de concours bancaire au passif ;
- Si les **VD** > **5%** cela se traduit par une mauvaise gestion de la liquidité, une gestion irrationnelle car il existe de l'argent non fructifié (argent qui dort au niveau de l'entreprise)

- **Capacité d'endettement**

Ce ratio mesure la capacité de l'entreprise à s'endetter. L'entreprise dispose d'une capacité d'endettement si ce ratio supérieur ou égale à 100%.

Il se calcul comme suit :

$$\text{Capacité d'endettement} = \frac{\text{Capitaux propres}}{\text{DLMT}} * 100$$

¹ ROCHER-MEUNIER Beatrice, op.cit, page 31.

- **Financement des emplois stables**

Ce ratio mesure la couverture des emplois stables par les ressources durables.

Il se calcul comme suit :

$$\text{Financement des emplois stables} = \frac{\text{Capitaux permanents}}{\text{Valeurs immobilisées}} \times 100$$

- Si ce ratio est supérieur à 100% les capitaux permanents financent intégralement les actifs cycliques et donc l'entreprise réalise un équilibre financier à long terme ;
- Si le ratio est inférieur à 100% les capitaux permanents sont insuffisants, pour le financement de la totalité des VI donc l'entreprise réalise un déséquilibre financier à long terme.

- **Indépendance financière**

Ce ratio mesure l'indépendance de l'entreprise vis-à-vis de ses partenaires financiers.

Il n'existe pas de normes relatives à ce ratio mais un trop fort endettement est dangereux car en cas de détérioration de son activité, l'entreprise sera dans l'incapacité d'assurer le remboursement de sa dette. Il se calcul comme suit :

$$\text{Indépendance financière} = \frac{\Sigma \text{Dettes}}{\Sigma \text{Bilan}} \times 100$$

- **Capacité de remboursement**¹

Ce ratio mesure l'endettement. L'endettement ne doit pas excéder 3 ou 4 fois la capacité d'autofinancement (CAF). Il se calcul comme suit :

$$\text{Capacité de remboursement} = \frac{\text{Dettes financières}}{\text{Capacité d'autofinancement}} \times 100$$

¹ DE LA BRUSLERIE Hubert, op.cit, page 48.

2.2.2. Compte de résultat ¹

Le premier outil nous permettant d'évaluer la performance financière, sa fonction est la récapitulation de tous les produits de l'entreprise on parle alors de ressource financière dont elle dispose et toutes les charges (dépenses) qu'elle a eu sur une année et cela est tout à fait fondamental. Pour faciliter l'analyse les financiers de l'entité élaborent les soldes intermédiaires de gestion ou SIG, constituent la succession articulée des flux issus du compte de résultat. Cet ensemble complet de variables se justifie car l'analyse financière ne peut se satisfaire du simple solde globale du compte de résultat.

A partir des SIG sept soldes sont mis en évidence, que nous résumerons en précisant les différents ratios calculés à partir de ces soldes.

2.2.2.1. La marge commerciale

La marge commerciale n'a de sens que pour les entreprises qui ont une activité commerciale de distribution de produits revendus en l'état.

2.2.2.2. La production

La production de l'exercice fait référence directement à l'activité de transformation industrielle et ou prestation de services de l'entreprise. Elle ne prend pas en compte les subventions d'exploitation, ni les diverses redevances perçus qui apparaissent dans les autres produits de gestion courante.

2.2.2.3. La valeur ajoutée

La valeur ajoutée produite exprime la capacité de l'entreprise à créer des richesses dans ses activités économiques. Elle est mesurée par la différence entre la production et les consommations de biens et services en provenance des tiers.

La valeur ajoutée représente la création de richesse économique qui découlant des facteurs de production de l'entreprise (capital, main-d'œuvre).

Ce ratio mesure la part de la richesse qui sert à rémunérer le travail des salariés, les apporteurs de capitaux et le renouvellement du capital investi.

¹ DE LA BRUSLERIE Hubert, op cit, page23.

- **Partage de la valeur ajoutée (VA) (facteur travail)**

Il mesure la part de richesse qui sert à rémunérer le travail des salariés. Il se calcule comme suit

$$\text{Partage de la VA (Facteur travail)} = \frac{\text{Frais de personnel}}{\text{Valeur ajoutée}} \times 100$$

- **Partage de la VA (facteur capital)**

Il mesure la part de richesse qui sert à rémunérer les apporteurs de capitaux et à renouveler le capital investi.

$$\text{Partage de la VA (Facteur capital)} = \frac{\text{EBE}}{\text{Valeur ajoutée}} \times 100$$

- Voici comment calculer la part de valeur ajoutée revenant à l'État

$$\text{Partage de la VA (l'Etat)} = \frac{\text{Impôts et taxes}}{\text{Valeur ajoutée}} \times 100$$

2.2.2.4. L'excédent brut d'exploitation ¹

L'excédent brut d'exploitation, ou EBE, est un solde particulier qui indique ce qui reste à l'entreprise après rémunération des facteurs économiques privilégiés qui sont le personnel et l'état, mais avant toute décision des dirigeants relative à la politique d'amortissement et de provision, à la politique d'endettement et de mode de financement, et avant toute opération de répartition. Il constitue une mesure de la rentabilité économique brute de l'outil de production de la firme. Ce ratio ci-dessous donne une analyse précise de la capacité de l'entreprise à générer une rentabilité à partir du chiffre d'affaires.

¹LEGROS Georges, op.cit, page 22.

A partir de ce solde un ratio qui nous aidera dans notre analyse doit être mentionné, qui est le taux de marge brute qui mesure la rentabilité de l'entreprise à partir de l'excédent brut d'exploitation. Il se calcule comme suit :

$$\text{Taux de marge brute} = \frac{\text{EBE}}{\text{Chiffre d'affaires}} \times 100$$

2.2.2.5. Le résultat d'exploitation ¹

Le résultat d'exploitation est un élément du compte de résultat d'une entreprise. Il correspond à la différence entre les produits et les charges liées à l'exploitation des seuls facteurs de production. Associé au résultat financier et au résultat exceptionnel de la société, il permet de calculer son résultat global puis son résultat net.

Le résultat d'exploitation est un bon indicateur de la performance économique d'une entreprise sur sa seule activité de production. En effet, si une société s'engage dans une coûteuse phase de restructuration, son résultat exceptionnel largement déficitaire peut plomber son résultat global sur l'exercice. Pris à part, le résultat d'exploitation permet alors de mesurer la rentabilité de l'activité de l'entreprise et d'apprécier les choix d'investissement de sa direction.

2.2.2.6. Résultat courant avant impôts

Le résultat courant avant impôt est constitué par la somme du résultat d'exploitation et du résultat financier. Il permet donc de mesurer l'impact de la politique financière de l'entreprise sur son résultat d'exploitation.

2.2.2.7. Résultat exceptionnel

Le résultat exceptionnel représente le résultat réalisé par une entreprise lors de ses opérations non récurrentes (une cession d'immobilisation, un remboursement exceptionnel...). Il s'agit donc des produits et des charges qui ne sont pas liés à l'activité courante de l'entreprise et qui ne sont pas financiers.

¹DE LA BRUSLERIE Hubert, op cit, page 24.

2.2.2.8. Le résultat net ¹

C'est ce qui reste de résultat brut après répartition. Il fournit d'un exercice à l'autre, une mesure de la rentabilité financière nette annuelle des capitaux investis.

Il traduit l'enrichissement ou l'appauvrissement de l'entreprise au cours de l'exercice considéré.

A partir du résultat net, on calcule le taux de marge net qui mesure la capacité de l'entreprise à générer un bénéfice net à partir du chiffre d'affaires.

$$\text{Taux de marge nette} = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Chiffre d'affaires}} \times 100$$

2.3. Les principaux ratios financiers

Les ratios financiers sont des indicateurs utilisés pour conduire l'analyse financière d'entreprise. Ils sont, le plus souvent, utilisés par les dirigeants ou par des repreneurs d'entreprises et investisseurs, notamment dans le cadre d'une évaluation. Les principaux ratios que nous allons voir sont : la rentabilité d'une entreprise, ses liquidités et sa solvabilité.

2.3.1. Ratio de Rentabilité

Ces ratios sont non seulement utilisés pour évaluer la fiabilité financière de l'entreprise et aussi pour comparer l'entité avec les autres évoluant dans le même secteur. On distingue deux ratios qui sont la rentabilité économique et financière (mentionner dans la première section)

2.3.2. Ratio de liquidité ²

Ces ratios permettent de vérifier que l'entreprise dispose de suffisamment d'actifs à court terme pour assurer le paiement des dettes à court terme.

¹VIZZAVONA Patrick, « gestion financière », 9^{ème} Edition ATTOL, Paris, 2004, page 49.

²Idem, page 50.

➤ **Le ratio de liquidité générale**

Le ratio de liquidité général permet de vérifier que les dettes à payer à moins d'un an sont plus faibles que les actifs à moins d'un an. Ce ratio doit être supérieur à 100% et il se calcule de la manière suivante:

$$\text{la liquidité générale} = \frac{\text{actif circulant}}{\text{passif circulant}} \times 100$$

Pour un créancier, un fournisseur ou une banque, plus le ratio de liquidité générale est élevé, meilleure est la situation. Un ratio élevé facilite la confiance et le travail de l'entreprise, mais celui-ci peut également signifier que l'entreprise n'alloue pas de manière optimale ses ressources, notamment vers des investissements de long terme.

➤ **Liquidité réduite**

Ce ratio de liquidité réduite traduit également la capacité de remboursement à court terme de l'entreprise en comparant les éléments les plus liquides de l'actif circulant aux dettes à court terme. Ce ratio doit être supérieur à 100%.

$$\text{Liquidité réduite} = \frac{(\text{VR} + \text{VD})}{\text{Dettes à court terme}} \times 100$$

➤ **Liquidité immédiate**

Ce ratio de liquidité immédiate traduit une capacité de remboursement instantanée, compte tenu de l'encaissement de l'entreprise. Ce ratio fournit des indications peu fiables compte tenu de l'instabilité de l'encaissement. Ce ratio doit être supérieur à 100%.

$$\text{Liquidité immédiate} = \frac{\text{VD}}{\text{Dettes à court terme}} \times 100$$

2.3.3. Ratio de solvabilité ¹

La solvabilité d'une entreprise, c'est sa capacité à honorer ses dettes. Elle se mesure généralement à travers plusieurs ratios financiers qui évaluent la capacité de l'entreprise à couvrir ses échéances de court terme et de long terme.

➤ Solvabilité générale

Ce ratio mesure la capacité de l'entreprise à payer l'ensemble de ses dettes en utilisant l'ensemble de son actif.

$$\text{Solvabilité} = \frac{\Sigma \text{ Actif}}{\Sigma \text{ Dettes}} \times 100$$

- Si le ratio est supérieur ou égale à 100% l'entreprise est solvable c'est-à-dire qu'elle peut vendre l'ensemble de ses actifs pour faire face à ses dettes ;
- Si le ratio est inférieur à 100% l'entreprise n'est pas solvable c'est-à-dire qu'elle ne peut faire face à l'ensemble de ses dettes.

➤ Le ratio d'autonomie financière²

Le ratio d'autonomie financière définit la part des financements propres. Son niveau ne peut s'apprécier qu'en fonction de l'activité de l'entreprise. Il se calcule de la manière suivante :

$$\text{Autonomie financière} = \frac{\text{capitaux propres}}{\text{total du bilan}} \times 100$$

- Si les **FP** $\geq$ **50%** l'entreprise est autonome c'est-à-dire elle est indépendante financièrement pour financer ses activités ;
- Si les **FP** $<$ **50%** l'entreprise a perdu son autonomie financière donc elle sera dépendante des organismes financiers pour financer ses activités.

¹DELHAYE Jacqueline, «finance d'entreprise», Edition Dunod , Paris, 2016, page 46.

² Idem, page 47.

Conclusion

L'entreprise souhaite désormais une mesure de la performance financière utile et dynamique pour le pilotage de leur entité pour évaluer les décisions stratégiques pertinentes, elle doit donc intégrer une dimension opérationnelle et financière.

L'étude de la performance repose sur des indicateurs clés et précis pour apprécier la rentabilité de l'entité, néanmoins ces indicateurs (ROE, ROA) ont l'inconvénient d'être très comptable et n'intègre pas la notion de risque. Or, les entreprises les plus sophistiquées reprennent ces critères en les comparant au coût des ressources dans l'objectif de mesurer la création de valeur. Cette comparaison constitue le renouveau de l'approche d'évaluation de la performance financière. Lequel, fera l'objet du deuxième chapitre.

-Chapitre 2-

*La création de valeur : le renouveau d'une
approche d'évaluation de la
performance financière.*

Introduction

La création de valeur est un élément central de la vie économique en ce qu'elle guide les décisions des différentes catégories d'agents économiques. Elle évoque l'idée que l'entreprise, par son activité, s'enrichit, c'est-à-dire enrichit ses actionnaires qui en sont les propriétaires. Il y a création de valeur actionnariale lorsque le rendement des capitaux investis est supérieur au coût des capitaux de l'entreprise, c'est à dire au coût de sa dette et de ses fonds propres. Les actionnaires et les investisseurs potentiels attachent donc une très grande importance à cette création de valeur, dont l'anticipation constitue une variable importante dans leur processus de sélection des investissements. A ce titre, les anticipations sur la création de valeur jouent un rôle prépondérant dans la formation des prix sur les marchés, et par là même dans l'allocation des ressources en capital. Les apporteurs de capitaux attendent des entreprises dans lesquelles ils investissent qu'elles valorisent de façon constante leurs actifs et rentabilisent les investissements réalisés. Ces dernières années, les sociétés ont ainsi réorienté leur gestion vers la satisfaction de leurs actionnaires en raison de l'importance prise par le thème de la valeur, lui-même véhiculé par l'accroissement des exigences de rentabilité et de valorisation des actionnaires.

Aux vues de l'importance grandissante de la création de valeur pour l'actionnaire, il convient de présenter, à travers ce chapitre, la notion de création de valeur comme un outil de mesure de la richesse créée par l'entreprise.

La création de valeur se présente comme une doctrine dans le mode de pilotage d'un nombre croissant d'entreprises sous le slogan « Agir dans le sens des intérêts des actionnaires, c'est agir dans le sens de l'intérêt général ».

Les anticipations de la création de valeur jouent un rôle fondamental en orientant les choix d'investissement vers les actifs ou les emplois jugés les plus rentables. Le mécanisme de la création de valeur est au cœur de la finance et son influence s'est considérablement accrue ces dernières décennies.

Section 1 : L'importance prise par la création de valeur

La création de valeur est devenue depuis quelques années un slogan des grandes entreprises sans pour autant oublier l'importance croissante qu'elle suscite dans différents domaines des sciences de gestion, marketing, management stratégique, finance d'entreprise.

Dans cette section, nous tenterons de définir la notion de création de valeur, son origine et d'expliquer ses anticipations.

1. La notion de la valeur

La valeur apparaît aujourd'hui comme un concept omniprésent en sciences de gestion ainsi que le notent BRECHET et DESREUMAUX « la valeur, notion régulièrement mobilisée en sciences de gestion, est l'objet d'une pluralité de regards disciplinaires sans réelle lecture fédératrice approfondie »¹.

Valeur d'échange, valeur comptable, financière, stratégique, valeur pour le client...Etc. Cette diversité qu'est liée à la multiplicité des représentants de l'entreprise. Toutefois, c'est le concept de maximisation de la valeur actionnariale qui domine, en effet, l'objectif financier essentiel des entreprises consiste à créer durablement de la valeur pour leurs actionnaires c'est-à-dire créer de la valeur pour l'entreprise entière.

2. Définition de la création de valeur

« La création de valeur est un système intégral de gestion. Elle imprègne tous les aspects de l'entreprise depuis sa mesure de performance jusqu'à ses systèmes de rémunération, en passant par ses prises de décisions stratégiques et opérationnelles »².

Dans un langage plus simple, la création de valeur est équivalente à la différence entre un coût d'opportunité exigé et un coût explicite effectivement reçu.

Elle représente aussi le supplément de rémunération reçu lors d'une transaction donnée par rapport à la rémunération nécessaire à l'établissement d'une transaction similaire.

¹C.HOARAU et R. TELLER, «Création de valeur et management de l'entreprise», Vuibert, Paris, 2001, page 8,9.

²BOGLIOLO.Felix, « La Création de Valeur », D'organisation, Paris, 2000, page 66.

On distingue principalement deux grandes approches : création de valeur pour l'actionnaire (Shareholders) et création de valeur pour les parties prenantes (stakeholders).

➤ **Création de valeur pour l'actionnaire (Shareholders value)**

Dans cette approche, l'objectif est simple : maximiser la rentabilité des capitaux investis par les actionnaires. Ils sont les propriétaires, ainsi la gestion de l'entreprise doit garantir la maximisation de la valeur pour ces derniers. Pour l'actionnaire, la valeur représente avant tout un espoir de gain supplémentaire, un « surdividende » en quelque sorte. La valeur actionnariale, qui est aujourd'hui d'actualité sur les marchés financiers, est en fait l'excédent de résultat obtenu par la firme sur la rémunération des capitaux investis.

Selon A. BLACK « La valeur actionnariale est la valeur économique d'une entreprise après déduction de ses dettes »¹. Il considère aussi que, lorsque la rentabilité des capitaux investis dépasse leur coût, l'entreprise prend de la valeur pour ses actionnaires.

➤ **Création de valeur pour les parties prenantes (Stakeholders value)**

La création de valeur pour les « parties prenantes » s'inscrit dans une optique de gestion dite « pluraliste » où créanciers, clients, fournisseurs, employés, managers et actionnaires ont tous une part dans la valeur créée.

Les partisans de la firme pluraliste considèrent qu'il est erroné de privilégier les intérêts d'un partenaire en particulier et de faire passer ceux des autres au second plan. L'entreprise doit s'assurer de la satisfaction de toutes les parties prenantes dans la mesure où ces dernières participent à son fonctionnement.

La notion de création de valeur repose sur un cheminement contractuel, selon lequel les dirigeants sont mandatés par les actionnaires pour gérer les capitaux investis et détenus par ces derniers dans l'entreprise.

L'objectif étant la maximisation de la valeur de l'entreprise par les managers, soit la valeur des capitaux investis par les actionnaires. Autrement dit, c'est une mise en pratique de cet objectif qui constitue une référence managériale en matière de performance.

¹BLACK .A, WRIGHT.P, BALCHMAN.J, « Gestion de la valeur actionnariale », Dunod,,Paris, 1999,pages 98.

Cet objectif est atteint dès lors que les investissements de l'entreprise dégagent une rentabilité supérieure au taux de rentabilité exigé par ses apporteurs de capitaux, créanciers et actionnaires.

Ainsi, il y a création de valeur lorsque la rentabilité de l'actif économique (rentabilité des capitaux investis noté Re) est supérieure au coût du financement, c'est à dire au coût de la dette et des fonds propres (coût du capital noté k), soit :

$$Re > k$$

- Avec **RET** = résultat économique après impôt théorique (*Net Operating After Taxes – NOPAT*)
- **AE** = actif économique mesuré par la somme des immobilisations nettes et du BFR
soit $AE = Imb - Amort + BFR$
- **k** = coût moyen pondéré du capital (*weighted average cost of capital*)

$Re = RET_t / AE_{t-1}$, avec t ou $t-1$, la rentabilité du capital investi l'année d'observation.

A ce propos, on dit d'un projet ou d'une entreprise qu'il crée de la valeur lorsque la finalité des ressources à sa disposition permet de générer un surcroît de richesse qui vient augmenter la valeur initiale. Un investissement rentable est un investissement qui accroît la valeur de l'actif économique, il dégage des flux de trésorerie économique supérieurs au coût des capitaux investis.

De ce fait, la part des flux revenant aux actionnaires est supérieure à ce qu'ils requièrent compte tenu du risque encouru.

Nous verrons par la suite qu'il existe différentes méthodes de mesure de la création de valeur.

3. Origine de la création de valeur

La création de valeur se focalise sur l'actionnaire, elle trouve son origine dans l'activité économique propre de l'entreprise, mais sa construction est mise en œuvre par le noyau stratégique dans l'organisation complexe. L'unique déterminant de la création de valeur est la rente économique qui provient de l'avantage stratégique dont elle dispose.¹

La rentabilité réelle d'un projet s'explique par l'obtention d'un taux de rentabilité des investissements supérieur au taux de rentabilité exigé compte tenu du risque.

L'apport principal de RAPPAPORT² est de redéfinir une démarche stratégique où les approches de valeur pour l'actionnaire et l'avantage concurrentiel sont interdépendantes et complémentaires : l'avantage concurrentiel, matérialisé par la productivité du capital et du travail, est à l'origine de la création de valeur.

Ainsi, une logique issue de la théorie financière, en termes de cash-flows³ actualisés, est greffée sur le raisonnement stratégique. Elle a pour objectif de permettre, à partir des modèles financiers d'évaluation stratégique, l'identification des leviers de la création de valeur afin de mettre en évidence les éléments clés d'une stratégie destinée à créer de la valeur pour les actionnaires.

¹THOMAS Olivier, « Création de valeur actionnariale et communication financière », DESS Ingénierie Financière, Septembre 2004.

²Alfred Rappaport : professeur de finance américain « Creating Shareholder Value » 1986.

³Le flux de trésorerie disponible (free cash flow) correspond à la trésorerie qui reste à disposition des gestionnaires, tous les investissements rentables ayant été effectués, pour assurer le service des apporteurs de ressources financières (actionnaires et créanciers financiers). Un free cash flow positif signifie que l'entreprise dispose de disponibilités supérieures aux montants des investissements rentables.

Tableau N° 1 : Les facteurs de la création de valeur.

Objectif de l'entreprise	REVENU DES ACTIONNAIRES			
	Dividendes			
	Plus-values			
	↑ ↑			
	Créer de la valeur pour les actionnaires, le personnel, les clients			
	↑ ↑			
Composant de la valeur		Cash-flow opérationnel	Taux d'actualisation	Dette
		↑	↑	↑
Facteurs de création de valeur	Croissance des ventes	Période de la croissance de la valeur	Investissement	Cout du capital
	↑	↑	↑	↑
Décisions managériales	Décisions opérationnelles		Décisions d'investissement	Décisions de financement
↑				
Développement d'une stratégie				

Source : THOMAS Olivier, « Création de valeur actionnariale et communication financière », DESS Ingénierie Financière, Septembre 2004.

L'avantage stratégique de l'entreprise peut émaner de coûts de production faibles (réduction des charges, productivité,...), d'une maximisation des ventes (innovation, prises de parts de marché, internationalisation,...), d'un positionnement adéquat dans la chaîne de valeur, d'une rotation efficace des actifs, ou encore d'une stratégie financière efficace (effet de levier).

Afin de permettre à l'entreprise de se constituer une rente économique, les dirigeants mettent en place des stratégies en créant des imperfections dans les marchés de produits et/ou des facteurs de production ainsi que des barrières à l'entrée. Il est difficile de créer de la valeur d'une manière constante à l'équilibre conformément aux théories des marchés. Effectivement, compte tenu des avancées technologiques et de la déréglementation qui réduisent les barrières à l'entrée et les rentes économiques que tout dirigeant doit s'efforcer de bâtir et de conserver, font que les taux de rentabilité dégagés tendent, sur moyenne période, vers les taux de rentabilité exigés.

Cette rente économique, résultant d'une stratégie qui n'a de sens que pour « gripper » les mécanismes du marché, est donc amenée à s'éroder plus ou moins vite par l'action de la concurrence et/ou de la réglementation, mais c'est bien elle qui est à l'origine de la création de valeur.

4. La création de valeur : un critère de décision, de répartition et de valorisation

Les prévisions relatives à la création de valeur sont au cœur de la finance, elles permettent de prendre des décisions d'investissement, d'allouer des ressources financières et de valoriser les entreprises.

4.1. La création de valeur est à la base de toute décision d'investissement

L'anticipation de la création de valeur est la référence ultime de décision pour tous les agents économiques. D'une part, les investisseurs se prononcent, directement ou via leur gestionnaire et avec l'aide des analystes, les entreprises pour lesquelles ils anticipent la création de valeur maximum en fonction du risque qu'ils acceptent d'endosser. Par ailleurs, les dirigeants investissent les fonds confiés par les actionnaires dans les projets les plus rentables, et vont ainsi chercher, par leurs décisions, à maximiser la valeur.

Cette allocation des ressources à des opérations d'investissements stratégiques va engendrer des mouvements dans le portefeuille d'actifs de l'entreprise. Par investissement, il faut comprendre, outre l'acquisition d'actifs stables, toute dépense provoquant une récupération dans l'avenir d'un flux de liquidité. Dans ce cas, la création de valeur suppose que l'investissement réalisé conduit à dégager un surplus par rapport à l'utilisation alternative qu'aurait pu en faire les apporteurs de capitaux.

Dans un investissement présentant le même risque, il ne suffit pas que les apporteurs de capitaux reçoivent plus que leur apport, il faut également que le surplus soit supérieur à ce qu'ils auraient pu obtenir en plaçant leurs capitaux sur les marchés financiers.

La méthode de la création de valeur évoque également la décision de désinvestissement¹. Il y a désinvestissement dans la mesure où les liquidités obtenues lors de la cession peuvent recevoir une affectation plus rentable, soit en étant réinvesties dans l'entreprise, soit par des placements sur les marchés financiers voire en revenant aux apporteurs de capitaux.

Ainsi, les actionnaires jugent la qualité du management d'une entreprise sur sa compétence à générer de la valeur et peuvent l'approuver par le vote dans les assemblées, ou en récupérant leurs fonds propres pour les affecter à un projet plus rentable.

Les dirigeants doivent privilégier les mesures de gestion créatrices de valeur. D'un point de vue financier, les décisions se prennent de façon à maximiser la richesse des actionnaires et à créer de la valeur.

Dés lors, il en résulte qu'une décision financière est bonne pour l'entreprise au moment où elle amplifie la valeur de l'actif économique, celle-ci aboutit pour l'actionnaire à l'accroissement de la valeur de son investissement initial.

En fonction des renseignements financiers mis à leur disposition, les apporteurs de capitaux reçoivent des anticipations particulièrement en matière de création de valeur. La qualité de l'information fournie jugée optimale, dans le cas où elle permet de diminuer le risque qu'ils supportent, et d'approcher au mieux la création de valeur effective.

4.2. La création de valeur est répartie entre les pourvoyeurs de fonds

Pour financer leurs projets d'investissement, le ou les dirigeants de l'entreprise doivent le plus souvent décider de faire appel aux marchés financiers (nouveaux ou aux anciens actionnaires) et/ou aux établissements financiers (banquiers prêteurs) afin d'obtenir de nouvelles ressources financières. Ainsi, les dirigeants choisissent la structure de financement optimale pour leur projet, c'est à dire la répartition entre fonds propres et dettes qu'ils jugent la plus adaptée pour leur entreprise.

¹Par désinvestissement, il faut comprendre une cession d'actifs stables (disparition ou remplacement), entraînant la récupération d'un flux de liquidités et la ré-affectation de l'équivalent monétaire.

Après que le plan de financement soit fixé, le dirigeant s'engage à répartir des flux futurs qui seront produits par les investissements et, ainsi, de la répartition de la valeur globale de l'entreprise entre les créanciers financiers et les actionnaires. Ce partage ne se fait pas, en général, de façon égale entre actionnaires et créanciers.

La répartition du financement décide également du partage du risque entre ces deux catégories, qui permet de comprendre leur rôle respectif ; les actionnaires supportant l'essentiel du risque.

Une fois l'investissement initial entrepris, les décisions de financement ultérieures (augmentations de capital, nouveaux emprunts, remboursements des dettes...) modifient la structure de financement et font évoluer le partage de la valeur et des risques.

Si les modalités de répartition ont une influence sur la valeur de l'entreprise, le dirigeant doit rechercher la structure de financement qui permet de maximiser la valeur de l'entreprise¹.

4.3. La création de valeur détermine la valorisation de l'entreprise

Comme nous l'avons indiqué précédemment, la valeur de l'entreprise (V_e) correspond à la valeur du portefeuille d'investissements, c'est à dire la valeur de son actif économique.

Cette valeur est différente de la valeur du patrimoine des actionnaires, qui correspond aux capitaux propres accumulés (V_{cp}) par les propriétaires. En effet, pour obtenir cette valeur patrimoniale (V_{cp}), il faut déduire de la valeur économique (V_e) l'ensemble des dettes (V_d) du portefeuille constitué, ce qui nous donne :

$$V_{cp} = V_e - V_d$$

Du fait de l'égalité actif-passif du bilan, la valeur de l'entreprise s'obtient en faisant la somme des valeurs des dettes et des capitaux propres. :

$$V_e = V_{cp} + V_d$$

¹L'analyse d'une structure financière optimale est un sujet complexe et suscitant des opinions divergentes car elle doit prendre en compte un certain nombre de biais (la fiscalité, les coûts de faillite, l'asymétrie d'information, les conflits d'intérêts).

Le principe en finance est que tout actif n'a de valeur que par rapport aux flux qu'il va créer dans l'avenir. Ce principe est développé au niveau de l'évaluation de l'entreprise et de la valeur des actions.

De ce fait, la valeur de l'entreprise V_0 est égale à la valeur des flux de trésorerie F_t que le projet va générer dans l'avenir, actualisés au coût du capital k soit :

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{F^t}{(1+k)^t}$$

Si on limite l'horizon temporel à n , il est possible d'intégrer une valeur récupérable à terme (VR_n), dite valeur terminale qui donne une approximation des flux attendus au-delà de n . La formule devient alors :

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{F^t}{(1+k)^t} + \frac{VR_n}{(1+k)^n}$$

Si le dernier flux est considéré stable dans le temps, alors la valeur récupérable à terme se calcule par :

$$VR_n = \frac{F_{n+1}}{k}$$

Si le dernier flux est considéré croître à taux constant g , nous avons :

$$VR_n = \frac{F_{n+1}}{k - g}$$

Une des méthodes modernes les plus employées pour mesurer la valeur de l'entreprise, est le modèle des « Free Cash Flows actualisés » (Rappaport, 1986). Le cash-flow disponible (FCF) est le flux de trésorerie disponible en excès des cash-flows nécessaires aux investissements (à VAN positive). Il se calcule comme suit :

$$\begin{aligned} & \text{Résultat économique après impôt théorique } ^1(\text{RET}) \\ & + \text{Dotations aux amortissements et provisions (Amort)} \\ & - \text{Besoin en fonds de roulement (BFR)} \\ & - \text{Investissements de la période (Imb)} \\ & \hline & = \text{FREE CASH FLOW (ou FLUX DE TRESORERIE DISPONIBLE)}. \end{aligned}$$

Le modèle des FCF sert à calculer la valeur du projet économique à partir de l'expression actuarielle suivante :

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+k)^t} + \frac{VR_n}{(1+k)^n}$$

Le FCF est également un indicateur de création de valeur ($FCF > 0$), et de destruction s'il est négatif ($FCF < 0$). Le FCF positif est à disposition des dirigeants ; ils peuvent l'utiliser soit en pratiquant une politique d'investissements financée par endettement, soit les restituer aux actionnaires sous forme de dividendes.

Cette approche, au même titre que celle de la MVA que nous verrons dans la seconde partie, relève de la famille des modèles qui déterminent directement la valeur de marché des entreprises et en déduisent la création de valeur actionnariale.

Ainsi, outre le fait d'octroyer des fonds, le pouvoir de l'actionnaire réside dans l'évaluation à tout moment de l'actif économique de l'entreprise à travers les titres déjà émis. De même, dans le cas de la société cotée, le marché estimera les actions émises, et par là même, l'entreprise toute entière.

¹Equivalait au NOPAT. Par impôt théorique, on entend celui que paierait l'entreprise si elle ne déduisait pas les charges d'intérêts.

De ce fait, si les dirigeants ne satisfont pas les exigences de rentabilité des actionnaires, ils seront sanctionnés par une moindre valorisation de l'actif économique et donc des capitaux propres de leur entreprise. Concrètement, l'investisseur non satisfait par le couple rentabilité/risque proposé vend ses titres. Ce faisant, il fait donc baisser la valeur des titres émis et donc celle de l'actif économique, ce qui est normal puisque cet actif n'est pas assez rentable compte tenu de son risque. Dans ce cas, l'investisseur réalise une perte (moins-value) sur les titres qu'il détenait. Cette règle ne concerne pas seulement les sociétés cotées en bourse, elle s'applique également tôt ou tard aux entreprises non cotées, lors d'une cession, d'un rapprochement, d'une succession ou d'une augmentation de capital.

La valorisation de l'actif économique et la valorisation des capitaux propres, sont les variables clés de toute politique, que l'entreprise soit cotée ou non.

5. Coût du capital, facteur essentiel de la création de valeur

Le mécanisme de la création de valeur suppose que le capital ait un coût. Comme nous l'avons déjà indiqué, une utilisation efficace des ressources du point de vue de la gestion financière suppose que l'entreprise ne réalise que des investissements dont la rentabilité anticipée soit au moins égale au coût du capital. Le respect de cette règle permet de s'assurer, sur le plan financier, que les risques découlant des choix des dirigeants sont suffisamment rémunérés et qu'ils n'altèrent pas la valeur de l'entreprise. Cette rationalité économique exprimée par le coût du capital établit un lien étroit entre les décisions d'investissement et de financement, notions que nous aborderons par la suite.

5.1. Définition du coût du capital

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC ou Wacc en anglais – Weighted average cost of capital) est le taux de rentabilité minimum que doivent dégager les investissements de l'entreprise afin que celle-ci puisse satisfaire à la fois l'exigence de rentabilité des actionnaires (soit le coût des capitaux propres) et l'exigence de rentabilité des créanciers (soit le coût de l'endettement net). Le coût du capital est donc le coût de financement global de l'entreprise.¹

¹VERNIMMEN P., « finance d'entreprise », Ed DALLOZ, 2016, page 659.

Du point de vue des actionnaires et créanciers, le coût du capital est un coût d'opportunité traduisant un manque à gagner résultant de leurs choix d'allocations des ressources. Il exprime la rentabilité offerte pour des emplois alternatifs et à laquelle ils ont renoncé en investissant dans l'entreprise.

5.2. La détermination du coût du capital :

La détermination du coût du capital repose sur trois étapes :

- le choix d'une pondération cible des éléments de la structure financière (selon un objectif),
- l'évaluation du coût de chaque source de financement,
- le calcul du coût global obtenu par la pondération du coût de chaque élément de capital par sa part relative dans la structure globale des capitaux.

Dans le cadre de l'équilibre des marchés ou marchés efficients, c'est-à-dire des marchés où le prix des titres financiers reflète à tout moment toute l'information pertinente disponible, tout investisseur au portefeuille parfaitement diversifié détient une fraction de l'actif économique de l'entreprise (somme des capitaux propres et de l'endettement net). De ce fait, l'investisseur court le risque de cet actif économique ; le taux de rentabilité exigé par ce dernier va donc dépendre de ce risque.

Ainsi, le coût du capital de l'entreprise, n'est autre que le taux de rentabilité exigé par l'investisseur et il ne dépend que du risque de l'actif économique, et plus précisément de son risque systématique¹ puisque le risque spécifique, étant diversifiable, n'est pas rémunéré. On en déduit alors que le coût du capital est fonction des caractéristiques économiques du secteur d'activité dans lequel l'entreprise se situe. Il sera d'autant plus élevé que les coûts fixes y sont importants ou que l'activité est cyclique. Il sera d'autant plus faible que les coûts variables y sont importants ou que l'activité est aisément prévisible.

¹ Risque systématique : c'est le risque de marché dû à des facteurs exogènes comme la croissance, l'inflation, etc. Ce risque affectant plus ou moins tous les titres financiers, il est non éliminable par la diversification.

Pour l'entreprise diversifiée, il existe autant de coûts de capital que de secteurs dans lesquels elle est présente car chaque secteur a son propre risque. De la même façon, chaque titre ou chaque portefeuille financier voit son coût du capital dépendre du risque systématique et du risque spécifique ; ce dernier étant le seul diversifiable.

Par ailleurs, le coût du capital d'une entreprise est indépendant de sa structure financière comme l'ont démontré F. Modigliani et M. Miller (1958 et 1977). Un recours accru à la dette, ressource la moins coûteuse dans le financement, ne permet pas d'abaisser le coût du capital¹. En effet, accroître la part de l'endettement va augmenter son coût et induire automatiquement par un effet de levier un accroissement du risque pour les actionnaires. Cette hausse du risque se traduira mécaniquement par une augmentation du taux de rentabilité exigé sur les fonds propres et finalement par une constance du taux de rentabilité global.

Le coût du capital est une notion fondamentale puisqu'elle sert à la fois pour la sélection des investissements (c'est le taux auquel les flux sont actualisés dans le calcul de la VAN ou celui auquel est comparé le TRI) et l'évaluation de l'entreprise (détermination de la valeur de l'actif économique).

5.3. Les mesures du CMPC ² :

Le CMPC, qui correspond au taux d'actualisation, est une moyenne pondérée du coût des capitaux propres et du coût de la dette. Il peut se mesurer de trois façons différentes :

- Selon le MEDAF, le coût du capital correspond au loyer de l'argent sans risque (type emprunts d'Etat) majoré d'une prime de risque liée à l'activité de l'entreprise. On obtient donc la formule suivante :

$$k = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

¹Ce raisonnement s'applique sans prise en compte de la fiscalité ; la dette permettant de réduire l'impôt.

² THOMAS Olivier, op.cit.page 9.

où k , R_f , R_m et β sont respectivement le coût moyen pondéré du capital, le taux de l'argent sans risque, la rentabilité exigée par le marché et le bêta de l'actif économique. Le bêta d'un actif mesure la dispersion des flux de trésorerie futurs de cet actif par rapport à celle du marché. Le bêta est aussi appelé coefficient de volatilité ou de sensibilité.

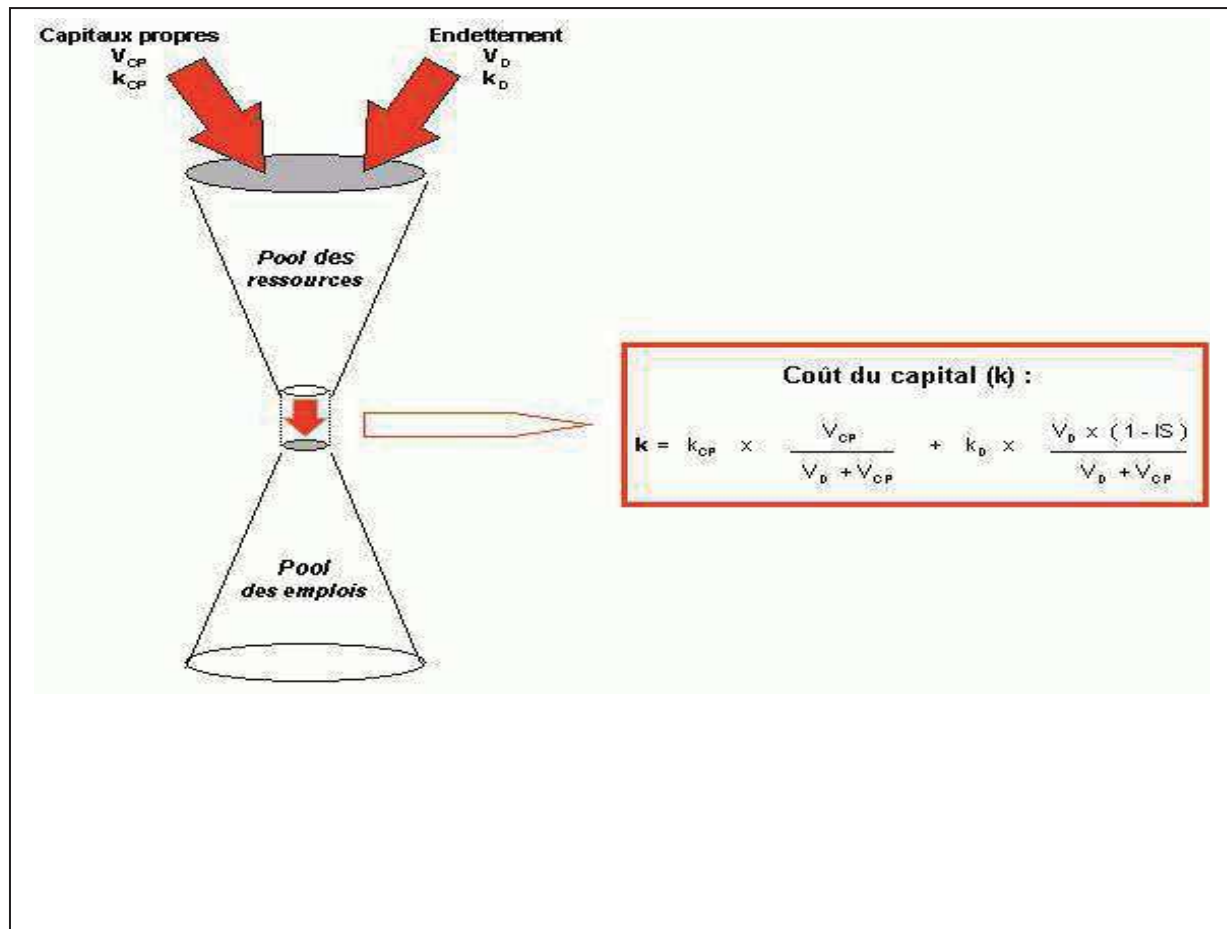
- Le coût moyen pondéré du capital peut aussi se calculer de manière indirecte en le reconstituant à partir de l'évaluation des différents titres financiers émis par l'entreprise :

$$k = k_{cp} \times [V_{cp} / (V_d + V_{cp})] + k_d \times [V_d \times (1-IS) / (V_d + V_{cp})]$$

où k , k_{cp} , k_d , V_{cp} , V_d et IS sont respectivement le coût moyen pondéré du capital, le coût des capitaux propres, le coût de la dette, la valeur des capitaux propres, la valeur de la dette et le taux d'imposition.

Cette méthode est le mode de calcul de coût du capital le plus fréquemment utilisé.

Schéma N° 2 : Le coût moyen pondéré du capital (CMPC).



Source : THOMAS Olivier « Création de valeur actionnariale et communication financière », DESS Ingénierie Financière, Septembre 2004.

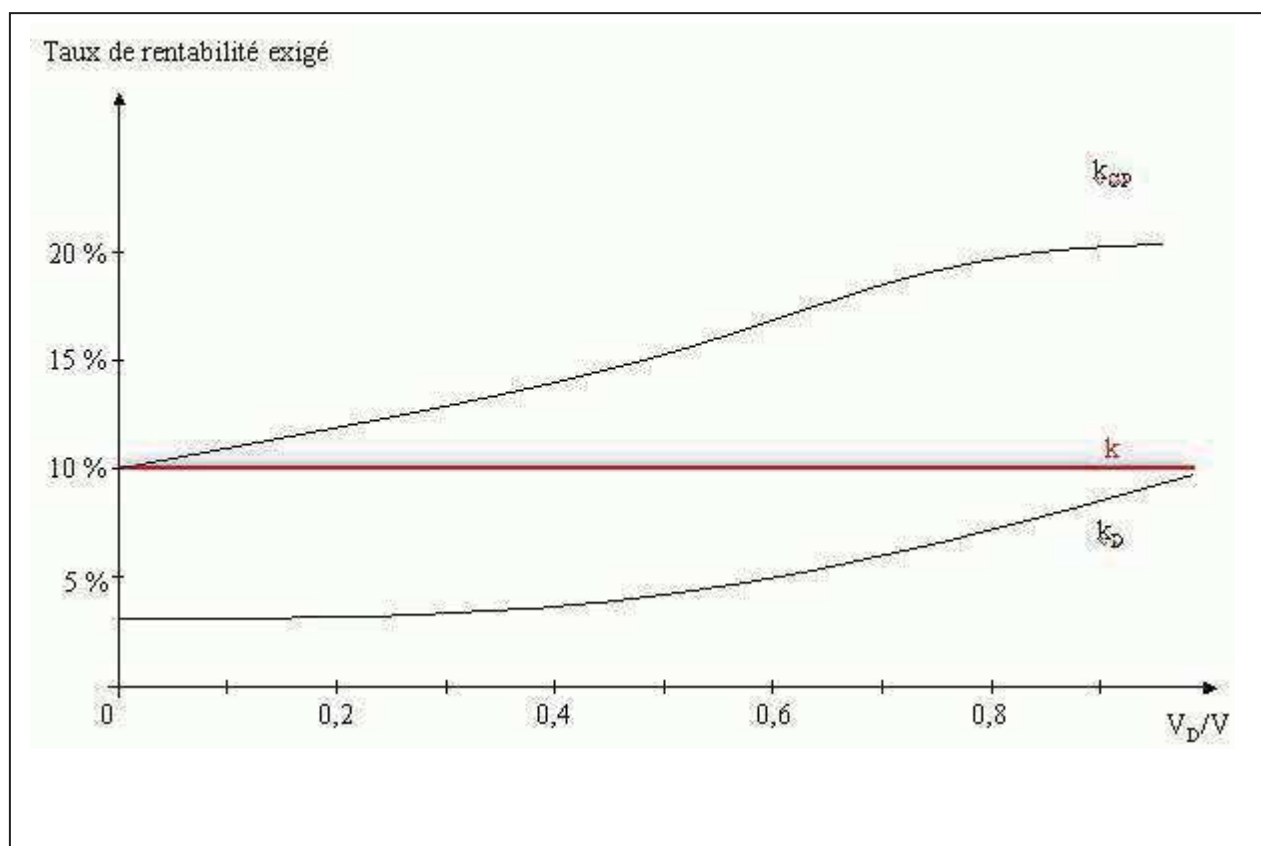
Enfin, le coût du capital peut être estimé de manière implicite à partir de l'observation de la valeur de l'actif économique de l'entreprise et de la projection des flux de trésorerie disponible anticipés puisque :

$$V = V_{CP} + V_D = (FTD_i / (1+K)^i)$$

Il suffit alors de résoudre cette équation avec k comme inconnue.

Le coût moyen pondéré du capital est constant quelle que soit la structure financière.

Graph N° 1 : Théorie moderne de la structure financière.



Source : THOMAS Olivier « Création de valeur actionnariale et communication financière », DESS Ingénierie Financière, Septembre 2004.

On remarque que lorsque le coût de la dette (K_d) augmente, le rythme de progression du coût des capitaux propres (K_{cp}) ralentit, de sorte que K reste constant. L'explication tient au fait que les actionnaires se déchargent d'une partie du risque de l'entreprise, qui est transmis aux créanciers dès que le montant de la dette devient important.

Section 2 : Les mesures de la création de valeur

La mesure de la création de valeur est un critère fondamental de la valorisation des entreprises, puisqu'elle permet de mesurer la richesse qu'elles produisent par leurs activités. Cependant, cette mesure n'est pas normalisée et dépend donc largement des outils et des critères utilisés. Pour cela, avant de mettre en place une stratégie, il faut penser à des indicateurs permettant de mesurer la performance économique de l'entreprise.

La place centrale de la création de valeur en finance a conduit au développement d'une batterie d'indicateurs qui tentent de la mesurer : TSR, MVA, EVA, CFROI, ROCE, WAAC.... Certains sont sur le déclin et seuls quelques indicateurs de création de la valeur survivront.

Certaines entreprises profitent du flou actuel et de l'absence de normalisation des calculs pour choisir l'indicateur ou la méthode de calcul qui sert le mieux leurs intérêts.

La mesure de la création de valeur constitue le pilier fondamental de tout système de gestion basé sur la valeur. Comment peut-on donc mesurer la création de valeur de l'entreprise ? Ceci fera l'objet de cette section.

1. Les critères comptables

Concernant les indicateurs de nature comptable, notons que jusqu'au milieu des années 1980, l'entreprise communiquait essentiellement sur le résultat net ou bénéfice par action, paramètre éminent de la comptabilité mais aussi éminemment sujet à manipulations. Mais une seconde génération d'indicateurs comptables est apparue lorsque le raisonnement est passé en termes de rentabilité, c'est-à-dire d'efficacité, qui rapporte les résultats dégagés aux capitaux mobilisés pour les atteindre.

Dans ce sens, on peut envisager trois indicateurs de création de valeur : le bénéfice par action, les taux de rentabilité comptables et les capitaux propres par action.

1.1. Le bénéfice par action (BPA) : reste le favori de beaucoup de financiers d'entreprise : malgré ses limites, c'est le critère le plus utilisé aujourd'hui en raison du lien direct qui l'unit à la valeur de l'action par le multiple du résultat net (PER).

L'utilisation du bénéfice par action est cependant fondée sur trois méprises : croire que le bénéfice par action prend en compte le coût des capitaux et donc le risque, croire que les données comptables ont une influence sur la valeur de l'entreprise, croire que toute décision financière qui tend à augmenter le bénéfice par action fait croître la valeur.

En fait, le critère de BPA ne peut être un indicateur pertinent de création de valeur que si trois conditions sont respectées : le risque de l'actif économique doit être le même d'un exercice sur l'autre, ou avant et après une opération (fusion, augmentation de capital, investissement, ...); le taux de croissance des résultats doit être le même avant et après une opération donnée ; la structure financière de l'entreprise doit être la même d'un exercice sur l'autre, ou avant et après une opération donnée.

Si ces trois conditions sont respectées, alors on pourra assimiler croissance du BPA et création de valeur. Par contre, si l'une d'entre elles au moins n'est pas respectée, il n'est absolument pas possible de comparer les BPA et de dire que la croissance témoigne d'une création de valeur et leur baisse d'une destruction de valeur.

1.2. Les taux de rentabilité comptables : recourent quant à eux le taux de rentabilité des capitaux propres (ROE), le taux de rentabilité économique (ROCE) et le Cash Flow Return on Investment (CFROI) qui, dans sa version simplifiée rapporte l'excédent brut d'exploitation à l'actif économique pris en valeur brute.

A titre de précisions, il faut souligner que les taux de rentabilités comptables peuvent être dangereux pour le financier de l'entreprise. Il s'agit en effet de références comptables et en aucune manière externe : tout se passe comme si l'entreprise était dans un système clos. Seule la rentabilité exigée par le système financier doit être utilisée comme minimum requis. Malheureusement, on constate que les investisseurs et les dirigeants d'entreprise continuent à analyser l'impact de leurs décisions sur les critères comptables que nous venons de voir alors même que, ceux-ci n'ont qu'un lointain rapport avec la création de valeur.

1.3. Les capitaux propres par action : donnent eux une image du patrimoine de l'actionnaire ; on pourrait donc penser qu'il existe un coefficient reliant la valeur de l'action et les capitaux propres (le Price to Book Ratio, PBR).

Précisons tout de même que si les capitaux propres sont correctement évalués, le PBR est inférieure à 1, si la rentabilité espérée des capitaux propres est inférieure à la rentabilité

exigée par les actionnaires, il est supérieure à 1 si la rentabilité espérée est supérieure à la rentabilité exigée.

Il faut donc noter que l'utilisation des critères comptables qui, en soi n'est pas malsaine, ne doit pas conduire à croire qu'en améliorant artificiellement le critère, on crée de la valeur ou qu'il y a un rapport constant et automatique entre l'amélioration de ces critères et la création de valeur.

2. Les critères de nature financière

La VAN : le seul critère financier

La notion de valeur telle que nous l'avons définie correspondait parfaitement l'outil de la valeur actuelle nette. On verra que faire de la finance d'entreprise, c'est d'être perpétuellement à la recherche de la valeur actuelle nette d'un investissement, d'un projet, d'une entreprise, d'une source de financement...

La valeur actuelle nette traduit la création ou la destruction de la valeur dégagée par l'allocation des ressources de l'entreprise. On aura donc une recherche permanente, d'une part, des flux financiers que l'on essaiera de prévoir (tout en appréhendant le risque de ces prévisions) et, d'autre part, du taux de rentabilité exigé par les pourvoyeurs de fonds de l'entreprise.

La création de valeur est donc égale à la différence entre la valeur d l'actif économique et le montant comptable d l'actif économique, ce dernier correspondant au montant des fonds investis dans l'entreprise.

Création/destruction de valeur = valeur de l'actif économique-montant comptable de l'actif économique.

Cet indicateur évolue au gré des anticipations des investisseurs qui cherchent à déterminer la rente qui, perdurant sur certaine durée, permet à l'actif économique de l'entreprise de valoir plus que son montant comptable.

La **valeur actuelle nette** (VAN) est utilisée pour déterminer si un investissement est rentable ou non. Un investissement rentable est un investissement qui accroît la valeur de l'actif économique, c'est à dire qui crée de la richesse. En d'autres termes, il faut que les recettes générées par l'investissement soient supérieures à son coût.

La formule de calcul de la VAN :

$$VAN = \sum_{t=1}^N \frac{cashflow_t}{(1 + taux)^t} - 1$$

Ou bien :

$VAN = CF_1(1+cmpr)^{-1} + CF_2(1+cmpr)^{-2} + \dots + CF_n(1+cmpr)^{-n} - Investissement\ initial$.

CMPC étant le coût moyen pondéré du capital.

Le nombre de cash flow nécessaires aux calculs est déterminé par la durée de vie de l'investissement.

La **valeur actuelle nette** (VAN) permet à l'entreprise de choisir les projets les plus rentables. Il suffit pour cela de comparer la VAN entre deux projets. Ce critère est le plus utilisé dans le choix d'un investissement par les directeurs financiers des entreprises.

3. Les indicateurs de nature hybride mi-comptables, mi-financiers

Ils sont apparus avec la prise de conscience que la rentabilité dégagée est, en tant que telle, un critère insuffisant en matière de valeur puisqu'elle ne prend pas en compte la notion du risque. La rentabilité dégagée reste à comparer au coût des capitaux employés. Ainsi la rentabilité économique doit être mise en regard du coût moyen pondéré du capital (ou cout du capital, le WAAC des Anglo-Saxons) pour mesurer si la valeur a été créée ou détruite.

Cette mesure de la création de valeur a été popularisée sous le nom d'EVA (Economic Value Added) par le cabinet Stern Stewart & Co ou de profit économique par d'autres.)

3.1. EVA : Le profit économique ou l'Economic Value Added

Popularisée au milieu des années 1990, l'Economic Value Added (création de valeur intrinsèque) est un critère opérationnel de mesure de la création de valeur.

L'une des contributions essentielles de l'EVA est de mettre en évidence le fait que le capital a un coût. Le message central de l'EVA consiste à dire qu'il n'est pas suffisant d'avoir un résultat net positif ou un certain niveau de bénéfice par action.

Bien plutôt, l'entreprise doit gagner assez pour couvrir le coût de la dette et le coût d'opportunité du capital avant même de songer à créer de la valeur.

Elle se définit comme étant « une mesure du surplus de valeur produit par une entreprise sur une période de temps qui peut recouvrir un ou plusieurs exercices »¹

Moins ambitieux que la valeur actuelle nette, le profit économique mesure l'enrichissement de l'entreprise sur un exercice et tient compte, non seulement du coût de la dette comme le fait le résultat net, mais aussi le coût des capitaux propres, c'est -à-dire, il représente la différence entre le résultat d'exploitation opérationnel et les charges de capital.

- Calcul d'EVA :

L'EVA correspond à la différence entre le résultat opérationnel après impôt corrigé (NOPAT) et le coût des capitaux investis.

Elle se calcule ainsi en multipliant le montant de l'actif économique par la différence entre la rentabilité économique après impôt et le coût moyen pondéré du capital. Il est donné par la formule suivante :

$$\text{EVA} = \text{Profit économique} = (\text{RCI} - \text{CMPC}) \times \text{CI}$$

¹ ALBOUY Michel, « Décisions financières et création de valeur », Economica, Paris, 2003, page 397.

Avec :

- **CI** : Capitaux investis dans l'entreprise ;
- **RCI** : Taux de rentabilité économique comptable après impôt (rendement sur capital

Investi);

- **CMPC** : Coût moyen pondéré du capital.

L'EVA peut également s'écrire comme suit:

$$\text{EVA}^1 = (\text{RCI} - \text{CMPC})\text{CI}$$

$$= \text{NOPAT} - \text{Rémunération du capital}$$

$$= \text{NOPAT} - (\text{coût du capital} \cdot \text{Capitaux investis})$$

- L'EVA et la création de valeur

L'EVA correspond à un superprofit, c'est-à-dire l'enrichissement des actionnaires au - delà de la rémunération minimale qu'ils ont exigé. L'entreprise crée de la valeur lorsque la rentabilité des capitaux investis est supérieure à leur coût (EVA positive). Elle en détruit lorsqu'elle n'arrive même pas à couvrir le coût des capitaux investis (EVA négative).

Selon la valeur de l'EVA, trois situations peuvent se présenter :

- $\text{EVA} > 0$: création de valeur pour l'actionnaire ;
- $\text{EVA} < 0$: destruction de valeur pour l'actionnaire ;
- $\text{EVA} = 0$: pas de création de valeur.

¹ALBOUY Michel, op.cit, page 398.

3.2. Le CFROI (Cash Flow Return On Investment)

Méthode proposée par le cabinet Holt Value, le CFROI dit aussi flux de trésorerie du rendement de l'investissement correspond dans sa version originale à la moyenne des taux de rentabilité interne des investissements actuels de l'entreprise.

Il se définit comme étant : « le taux de rentabilité qui égalise l'actif économique de l'entreprise, pris en montant brut, c'est-à-dire avant dotations aux amortissements et réévalué du taux d'inflation, et la série des excédents bruts d'exploitation après impôts, calculée sur la durée de vie des actifs immobilisés en place »¹

Etudier la performance d'une entreprise en généralisant les techniques de choix d'investissement ou de financement de projets à un niveau global est l'objectif du CFROI. C'est pour cela que l'entreprise dans l'approche CFROI est considérée comme un seul investissement dont le montant initial est obtenu par le calcul de la valeur brute ² de l'actif économique réajusté de l'inflation.

Le CFROI prend en considération l'inflation qui, dans la plupart des cas, surestime les cash-flows à venir, c'est son avantage fondamental.

Pour son calcul, il ya lieu de suivre les étapes suivantes :

1. Identifier les capitaux investis et le cash-flow qu'ils généreront pendant la durée de vie de l'actif considéré ;
2. Enlever l'effet de l'inflation en réajustant les deux variables ;
3. Egaliser les flux des capitaux investis aux cash-flows futurs disponibles et obtenir ainsi le taux de rentabilité interne qui n'est que le CFROI.

¹VERNIMMEN P., op.cit, page 630.

²L'actif économique brut est le montant des capitaux investis augmenté des amortissements cumulés. En fait avec l'inflation, l'actif est comme capitalisé, au taux de cette dernière : valeur de l'actif * (1+taux d'inflation), pour annuler cette opération on divise la valeur de l'actif sur (1+ taux d'inflation).

4. Les critères boursiers

les outils boursiers qui mesurent soit l'écart entre la valeur de l'actif économique et son montant comptable (la MVA des Anglo-saxons), soit le taux de rentabilité de l'actionnaire compte tenu de la progression de la valeur de l'action et des dividendes versées (Total Shareholder Return, TSR). Ils n'ont de sens que sur une moyenne période pour leur permettre d'échapper aux fluctuations boursières qui peuvent les déconnecter de la réalité économique.

4.1. La valeur ajoutée du marché (Market Value Added ; MVA) ¹

La MVA est une mesure de performance externe. Elle permet aux actionnaires d'estimer la richesse qu'ils peuvent dégager en cédant l'entreprise et après rémunération de leur capital au coût minimum qu'ils exigent. Mathématiquement, la MVA est égale à l'actualisation des EVA futures au coût moyen pondéré du capital.

Autrement dit, la valeur économique ajoutée par le marché représente la valeur supplémentaire que le marché attribue aux capitaux investis dans l'entreprise compte tenu des EVA futures qu'elle est capable de générer.

Des EVA futures en diminution, voire négatives auront pour conséquence la diminution de la MVA et par conséquent de la valeur totale de l'entreprise.

Calcul de la MVA ²

C'est la différence entre la valeur de marché (soit la capitalisation boursière) et la valeur historique des capitaux engagés approximée à la valeur comptable des fonds propres.

La valeur de marché de l'entreprise peut donc s'écrire :

$$\text{MVA} = \text{Valeur de marché de l'actif économique} + \text{Valeur comptable de l'actif économique.}$$

¹ ACH Yves-Alain, « Finance d'entreprise ; du diagnostic à la création de valeur », édition Hachette, page 216.

²F. PIERRE, E. BESANÇON, « Valorisation d'Entreprise », édition D'organisation, Paris, 2004, page 279.

$$MVA = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{\text{profit économique de l'année } i}{1 + \text{cout moyen pondéré du capital}}$$

- La MVA et la création de la valeur

Si MVA est positive, on peut dire que l'entreprise est créatrice de valeur, c'est à dire que sa capitalisation boursière est supérieure à la valeur bilancielle des capitaux propres.

Elle en détruit dans le cas contraire (capitalisation boursière est inférieure à la valeur bilancielle des capitaux propres).

Pour atteindre l'objectif de la maximisation de la valeur, l'entreprise doit se focaliser sur la maximisation de la MVA.

La MVA est considérée comme un résultat d'appréciation externe de l'entreprise. La calculer, c'est établir un constat. Elle ne peut être à ce titre utilisée comme un outil de gestion car la seule façon de l'influencer est d'agir sur la création de valeur interne, matérialisée par les EVA périodiques.

Par contre, l'EVA est l'outil de gestion par excellence. Il peut être utilisé à un niveau global (toute l'entreprise) ou être décliné aux unités de l'entreprise voire à des opérations spécifiques (investissement, clientèle ...).

Cependant, ces deux critères EVA et MVA restent limités par la difficulté d'estimer les paramètres dont ils se composent.

4.2. Le Total Shareholder Return(TSR) ¹

La création de valeur peut être mesurée par l'indicateur du Total Shareholder Return (TSR) dit aussi Rentabilité Totale pour l'Actionnaire. Cette méthode développée par le Boston Consulting Group considère l'entreprise comme un actif financier, comportant un risque, secrétant des flux futurs de dividendes et une valeur résiduelle. Sa valeur est donc obtenue par l'actualisation de ces flux au coût moyen pondéré du capital.

¹T.COPLAND, T.KOLLER, J.MURRIN, « La stratégie de la valeur », D'organisation, Paris, 2002, p 153.

Selon P. VERNIMMEN, « Le Total Shareholder Return correspond au taux de rentabilité d'une action sur une période donnée et intègre les dividendes reçus et la plus-value réalisée »¹.

En définitif, il représente le taux de rendement interne obtenu par l'actionnaire grâce aux dividendes et à la plus value réalisée lors de la revente de l'action.

La formule permettant son calcul pour une période donnée (un exercice par exemple) est la suivante :

$$\text{TSR} = \frac{V_t - V_0}{V_0} + \frac{\text{DAPt}}{V_0}$$

Avec :

V₀ : cours du titre en début de période

V_t : cours du titre en fin de période

DPA_t : dividendes accumulés entre le début et la fin de la période

Pour estimer la création de valeur, le TSR peut être comparé au taux de rentabilité attendu par l'actionnaire. Il y'a création de valeur si le TSR est supérieur au coût des fonds propres.

On peut aussi le comparer au TSR d'une entreprise, d'un secteur ou d'un benchmark. Un bon TSR serait un chiffre plus haut que celui des entreprises comparables. Cependant, pour être significatif, il est préférable de le calculer sur une assez longue période (de 5 à 10ans selon P. VERNIMMEN) afin de lisser l'impact des variations boursières erratiques.

¹VERNIMMEN P.,op.cit , page 556.

Une petite synthèse sur ces critères :

Tableau N°2 : Tableau résumant les différents critères de mesure de la création de valeur.

	Critère financier	Critères comptables/financiers		Critères comptables		Critères boursiers	
français	VAN	Profil économique	Taux de rentabilité interne	BPA	Taux de rentabilité comptable	Création de valeur boursière	Taux de rentabilité total de l'actionnaire
Anglais	NPV	EVA	CFROI	EPS	ROE ,ROCE	MVA	TSR
Points forts	Le meilleur critère	Indicateur simple qui fait prendre conscience de la notion de cout moyen pondéré du capital	N'est pas limité aux résultats de l'année	Sa simplicité	Concepts simple	Simplicité frappante. Reflète. La création de valeur totale et non annuelle	Sur le moyen/long terme représente la rentabilité de l'actionnaire
Points faibles	Difficile à calculer	Limité à l'année	Complexe à calculer	Ne tient pas compte du risque	Comptables et donc ne tiennent pas compte du risque limités à un exercice	Soumis à la volatilité des marchés boursiers	Calculé sur une trop courte période, est soumis à la volatilité des marchés
Principales utilisations.	Choix d'investissement, évaluation	Contrôle de gestion, calcul de rémunérations variables	Choix d'investissements	Évaluation	Contrôle de gestion	Aucune	Calcul de rémunérations variables

Source : P.VERNIMMEN, «finance d'entreprise », Ed DALLOZ, 2016, page 635.

Remarque :

Il est important de bien comprendre les faiblesses de ces critères car l'absence de norme acceptée par tous en matière de mesure de création de valeur, les entreprises ont naturellement tendance à choisir le critère qui les met le mieux en valeur.

Conclusion

La mesure de la création de richesse nécessite de définir précisément ce que l'on entend par « rentabilité des capitaux investis », et « coût du capital » et comment on peut estimer ces grandeurs en pratique.

Dans l'approche financière classique, la valeur créée est égale à la rente reçue par les créanciers résiduels exclusifs qui sont les actionnaires. Vouloir faire de la création de richesse économique un nouveau mode de management revient à placer les attentes des actionnaires au centre des processus de décisions et de contrôle de l'entreprise. Malgré ses travers et ses approximations, la création de valeur est devenue aujourd'hui un impératif pour les grandes entreprises. Ces dernières semblent redécouvrir que la condition essentielle pour créer de la valeur est que la rentabilité de leurs projets d'investissement soit supérieure au coût moyen pondéré des capitaux utilisés. En effet, les fonds propres ne sont pas une source de financement gratuite et le bénéfice net comptable est un indicateur partiel de rentabilité. Nous avons cherché à montrer la filiation entre les indicateurs comptables, financiers, hybrides et boursiers habituellement retenus pour mesurer la création de valeur. Nous avons également cherché à attirer l'attention sur leurs limites d'utilisation.

Au-delà des approximations de mesure, la principale difficulté d'utilisation de ces nouveaux critères se trouve dans le fait que la notion de valeur doit s'apprécier sur le long terme. Or les indicateurs développés sont annuels.

De ce point de vue, même s'ils constituent une information riche pour les investisseurs, ils restent insuffisants pour définir une politique d'investissement en fonds propres. L'analyse des perspectives futures de l'entreprise, de sa croissance et de ses marchés et en particulier de sa gouvernance restent indispensables et constituent autant de facteurs incitatifs à l'investissement dans l'entreprise

Parmi ces facteurs nous insistons dans le chapitre qui suit sur la gouvernance et son impact sur la création de valeur.

-Chapitre 3-

*La gouvernance d'entreprise : quel impact
sur la création de valeur ?*

Introduction

L'entreprise dont l'objectif est de créer la valeur pour l'actionnaire doit emprunter les chemins les plus appropriés pour y parvenir. Les stratégies, les décisions, les processus de l'entreprise doivent désormais s'adapter pour répondre à cette nouvelle exigence.

Dans ce troisième chapitre, nous allons essayer de dessiner l'image d'une gestion orientée pour faire progresser la valeur pour l'actionnaire et mobiliser les salariés et dirigeants pour atteindre cet objectif. Dans cette perspective, notre raisonnement est fondé sur le lien qui existe entre la volonté d'instaurer une gouvernance d'entreprise "orientée actionnaire" et celle de mettre en place un système de gestion par la valeur. En effet, les préoccupations sont convergentes et les objectifs sont évalués calibrés par rapport aux attentes de l'actionnaire.

Pour ce faire, nous mettrons l'accent dans un premier temps sur la nécessité d'aligner le comportement des dirigeants sur l'objectif de création de valeur. Cela passera par la définition, l'explication du concept de gouvernance d'entreprise et la présentation de la théorie d'agence.

Dans un second temps, nous allons étudier l'impact de la gouvernance dans la création de valeur. Enfin, nous allons traiter la relation entre la bonne gouvernance et performance financière.

Section 1 : La gouvernance d'entreprise dans une optique de création de Valeur

L'objectif de cette section est d'expliquer le concept de gouvernance d'entreprise et de présenter la théorie d'agence.

Les conséquences de la séparation entre les fonctions de la propriété et de contrôle ont été prises en considération depuis l'analyse de Berle et Means (1932). Cette idée sous-tend la notion de gouvernance d'entreprise.

La gouvernance d'entreprise, traduction de corporate governance, est constituée du réseau de relations liant plusieurs parties dans le cadre de la stratégie et de la performance de l'entreprise.¹

Plus exactement, la gouvernance se focalise sur une catégorie d'acteur clé « les dirigeants » et se fixe dès lors comme objectif le « management du management ». Dans cette perspective, elle fournit à l'entreprise un dispositif institutionnel et relationnel de fonctionnement et de régulation permettant de manager particulièrement la relation actionnaire-gestionnaire.

1- Généralités sur la gouvernance d'entreprise

1.1. Origine

En effet, le débat relatif à la gouvernance d'entreprise fut d'abord alimenté par les principes de la théorie de l'agence qui, depuis les années 70, a considéré la nature de la relation entre l'actionnaire et le dirigeant et a mis l'accent sur les différents conflits générés par cette relation et les mesures à prendre pour y faire face.

Ensuite, de nombreux économistes ont approfondi l'analyse par divers travaux et rapports qui ont permis de mettre en place une gouvernance d'entreprise « orientée actionnaire » appuyée sur des mécanismes de contrôle plus adéquats afin de gérer le face-à-face entre l'actionnaire et le dirigeant.

¹ CABY J., G.HIRIGOYEN « Création de valeur et Gouvernement d'entreprise », Economica, Paris, 2005, page 64.

Les origines de la gouvernance d'entreprise sont liées à des scandales financiers. Tout au long du XXe siècle, notamment après la crise de 1929, des institutions chargées notamment de définir des règles sur la transparence et l'information donnée aux actionnaires se sont mises en place.

Mais c'est un ensemble de dérives dans les années 90 qui est à l'origine d'une doctrine et de réglementation qui constituent le sujet de la gouvernance d'entreprise ;

Les années 90 sont caractérisées par une richesse financière et un certain nombre de dérives :

- Une explosion de la rémunération des dirigeants d'entreprise en particulier de leur partie variable adossée à des stocks options. La tentation a été grande de faire passer ses intérêts privés avant ceux de la société.
- L'introduction de nouveaux instruments financiers et de nouvelles techniques comptables qui permettent de ne pas comptabiliser ou de ne pas montrer l'étendue réelle de l'endettement au bilan de l'entreprise. L'utilisation de ces nouveaux instruments est importante pour que les résultats de la société soient améliorés, le cours de bourse accru et les stock-options d'autant plus rémunérateurs.
- Une déréglementation en particulier dans le secteur bancaire qui, en assouplissant les règles affaiblit les mécanismes institutionnels de contrôle.

1.2. Définitions

Selon HUBERT de la BRUSELERIE : « le concept de gouvernement d'entreprise recouvre les règles d'organisation et de fonctionnement des conseils d'administration et des organes dirigeants de l'entreprise »¹.

Selon EUSTACHE EBONDO WA MANDZILA : « La gouvernance des entreprises se définit donc comme un ensemble de mécanismes institutionnels, organisationnels et

¹ DE LA BRUSELERIE Hubert, HELFER Jean-Pierre « Les fonctions de l'entreprise », 2ème édition Broché, 1998, page 203.

financiers par lesquels les dirigeants sont amenés à gérer dans l'intérêt non seulement de l'entreprise mais aussi des apporteurs de capitaux. L'ensemble de ces mécanismes a pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions et la conduite des dirigeants. La gouvernance d'entreprise a pour objet la défense des intérêts des actionnaires »¹.

Le gouvernement d'entreprise est: « L'ensemble des mécanismes ayant pour but d'exercer une observance sur les dirigeants, afin que leurs stratégies personnelles n'allant pas à l'encontre des intérêts des détenteurs de capitaux »².

Le concept du gouvernement d'entreprise renvoie directement à l'influence des décisions stratégiques sur la création de valeur. Dans la mesure où la politique générale de l'entreprise est principalement déterminée par ses dirigeants, la maximisation de la valeur reste sous leur responsabilité³.

D'une manière générale, le gouvernement d'entreprise, traduction de « corporate governance », est l'ensemble des mécanismes organisationnels qui régissent la conduite des dirigeants et définissent leurs espaces discrétionnaires.

C'est l'ensemble des relations liant plusieurs parties dans le cadre de la détermination de la stratégie et de la performance de l'entreprise. Ces parties sont, d'une part, les actionnaires et d'autre part les autres partenaires de l'entreprise à savoir : les dirigeants, les salariés, les clients, les fournisseurs, l'Etat... etc.

2. La théorie de l'agence

Dans la théorie de l'agence ou du mandat, la théorie managériale remet en cause le statut traditionnel de la firme. Elle considère celle-ci comme « une fiction légale servant de nœud pour un ensemble de relations contractuelles interindividuelles »⁴ et montre que deux catégories d'acteurs y occupent une position particulière : l'actionnaire et le dirigeant.

La théorie de l'agence suppose ensuite une divergence d'intérêts entre ces deux acteurs, qui se traduit par des conflits d'agence.

¹ EBONDON WA MANDZILA Eustache « la gouvernance de l'entreprise », L'Harmattan, Paris, 2005, page 79.

² BRENNEMANN. Rudolf et SEPARI. Sabine, « Economie d'entreprise », Dunod, Paris, 2001, page 74.

³ CABY J. et HIRIGOYEN. G., « la création de valeur de l'entreprise », Economica, Paris, 2005, Page 53

⁴ Idem, page 71.

2.1. La relation actionnaire-dirigeant

Michael C. Jensen et William H. Meckling considèrent qu'il "existe une relation d'agence lorsqu'une personne a recours au service d'une autre personne en vue d'accomplir en son nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle »¹.

Dans le cas de figure, la relation d'agence concernera donc l'actionnaire dit « principal » et le dirigeant dit « agent ». Une situation de gestion naît entre ces deux partenaires dès que le premier décide de confier l'usus de son droit de propriété du capital au second. Le dirigeant va donc louer sa capacité managériale aux actionnaires.

2.2. Les conflits d'agence

La théorie de l'agence indique des divergences d'intérêts entre le propriétaire et le manager. Elle déploie que le conflit d'agence résulte de l'existence de fonctions d'utilité différentes pour les actionnaires et les dirigeants et conduit à l'hypothèse d'un opportunisme des dirigeants.

2.2.1. Les origines du conflit

2.2.1.1. La notion du risque

Le risque n'est pas perçu de la même façon par les actionnaires et les dirigeants. Les premiers ayant la possibilité de réduire le risque de leur portefeuille, en le diversifiant, sont prêts à prendre plus de risque dans l'entreprise. En cas de mauvaises postures, ces derniers perdront une partie de leur capital. Les dirigeants par contre sont reconnus par leur grande aversion au risque justifiée par l'investissement de tout leur capital humain dans l'entreprise.

2.2.1.2. L'horizon économique

Ce concept oppose le long terme des actionnaires au court terme des dirigeants. En effet, les actionnaires conscients que les marchés raisonnent à long terme, déterminent l'horizon de leurs projets en fonction de cette réalité. En revanche, étant donné la durée de

¹ PARRAT Frédéric « Le gouvernement d'entreprise », Ed. Maxima, Paris, 1999, page.32.

leur mandat, les dirigeants préfèrent les actions à court terme dont les avantages sont rapidement perceptibles.

2.2.1.3. La place des dirigeants

Les dirigeants occupent une place centrale au sein de la firme. Ils peuvent signer des contrats, acheter et vendre, faire des opérations financières, embaucher et licencier,... Or, la politique générale de l'entreprise étant placée sous leur responsabilité, les managers peuvent légitimement développer une stratégie dont les objectifs ne s'identifient pas avec ceux des actionnaires.

2.2.2. Les stratégies d'enracinement (retranchement)

Stratégies mises en œuvre par les dirigeants pour se rendre indispensable dans la firme.

2.2.2.1. Le managérialisme

La taille des entreprises a souvent déterminé la rémunération des dirigeants. Ceux-ci sont alors incités à rechercher la croissance interne comme externe même au détriment de la création de richesse.

2.2.2.2. La diversification

Les dirigeants peuvent envisager une diversification contradictoire avec les attentes des actionnaires. De ce fait, ils sont tentés de diversifier les acquisitions d'autant plus que leur richesse est investie dans l'entreprise et tendent à opter à se spécialiser dans le cas contraire sauf si les bénéfices personnels de la diversification excèdent ceux de la spécialisation.

2.2.2.3. La position charnière des dirigeants

Les dirigeants doivent pouvoir arbitrer entre leurs statuts de représentants des actionnaires et de supérieurs des employés. Cependant, C. H. d'Armicoles affirme qu'il est

fort probable que, sauf incitations pécuniaires suffisantes, les dirigeants soient tentés de privilégier les exigences des salaires.¹

2.2.2.4. L'enracinement

PIGÉ Benoit définit l'enracinement comme étant « le processus qui permet au dirigeant de s'affranchir de la tutelle de son conseil d'administration, voire de ces actionnaires ».²

Par un tel processus, le dirigeant vise à se rendre indispensable aux yeux des actionnaires et rendre sa révocation par le conseil d'administration plus difficile et plus coûteuse. Ainsi, dans le cadre de son comportement opportuniste, il se permet de gérer l'entreprise dans une optique contraire à la création de valeur.

Le dirigeant dispose de deux mécanismes principaux pour opérer son enracinement : l'investissement dans des actifs spécifiques et l'établissement de contrats implicites et explicites.

L'investissement dans des actifs spécifiques

Selon PARRAT Frédéric, un actif est dit spécifique lorsqu'il comporte des caractères originaux tels que sa valeur d'échange sur le marché s'en trouve réduite.³ CHARREAUX Gérard avance que la spécificité de l'actif peut découler d'une compétence exceptionnelle ou d'un savoir-faire spécifique au dirigeant. Dans ce cas de figure, en investissant dans des actifs spécifiques, les dirigeants augmentent la dépendance des actionnaires à leur égard et rendent leur remplacement coûteux pour la firme. R. Morck, A. Shleiffer et R. W. Vishny montrent que les dirigeants disposent de trois types d'investissements ⁴ opportunistes afin de s'enraciner :

¹CABY J et HIRIGOYEN.G, op.cit, page 65.

² PIGÉ Benoît « Gouvernance, contrôle et audit des organisations », édition Economica, 2008, page 63.

³ PARRAT Frédéric, op.cit, page 62.

⁴ WIEM Elmanaa, KHLIF Wafa « Effets de la structure de propriété sur la performance des entreprises tunisiennes » La Revue des Sciences de Gestion 2010/3-4 (n°243-244), page 10.

- **L'investissement par diversification**

La stratégie de diversification suivie dans la firme s'inscrit dans le cadre de diversifier le patrimoine personnel des dirigeants. Ceux-ci réduisent leur propre risque global en diversifiant les acquisitions de la firme. Dans ce sens, FAMA explique que les dirigeants sont tentés d'entreprendre même des investissements peu rentables. En outre, les dirigeants peuvent parfois opérer une diversification dans le domaine où ils possèdent un avantage managérial comparatif afin de renforcer leur enracinement.

- **Les investissements de croissance**

La stratégie de croissance permet aux dirigeants de s'enraciner de différentes manières. D'abord, l'investissement de croissance accroît la complexité de l'activité, ce qui met alors en valeur le savoir-faire du dirigeant. De plus, les dirigeants veillent à conserver le soutien des cadres de la firme. Pour ce faire, ils leurs accordent des promotions internes par le biais de la mise en place de stratégies de croissance externe.

- **Les achats de rentabilité**

Les dirigeants souhaitant se valoriser aux yeux des actionnaires, peuvent être tentés par l'acquisition des firmes performantes afin d'améliorer sa rentabilité globale de la firme qu'ils dirigent. Ils sont parfois prêts à surpayer ces acquisitions afin d'arriver à leur fin.

Les contrats

De part le pouvoir dont ils disposent au sein de la firme, les dirigeants se trouvent au centre d'un nœud de contrats passés entre tous les partenaires de l'entreprise. De ce fait, il est tenté à passer avec ceux-ci des contrats explicites parfois et implicites d'autres fois.

- **Les contrats explicites**

Un contrat est dit explicite lorsque « son existence est connue de tous les partenaires »¹. Le dirigeant peut l'utiliser pour s'enraciner. Il s'agit par exemple des contrats comportant des clauses dites « parachutes dorés » en vertu desquelles l'entreprise doit verser une indemnité

¹ F.PARRAT, op.cit, page 71.

au dirigeant en cas de sa révocation anticipée. Etant donné l'importance de certains parachutes dorés, les actionnaires préfèrent parfois maintenir l'équipe dirigeante que de supporter le coût de son remplacement.

- **Les contrats implicites**

Ils ne sont pas connus de toutes les parties prenantes de l'entreprise. P. Milgrom et J. Robert les définissent comme « des accords qui ne revêtent pas une forme légale mais qui lient les parties en ce qui concerne leurs comportements respectifs »¹. Leur caractère informel renforce l'enracinement des dirigeants sans que les actionnaires s'en rendent compte. Il peut s'agir des relations contractées avec notamment les salariés, les fournisseurs et les créanciers qui se traduisent par des promesses en leur accordant des avantages en contrepartie du soutien des dirigeants. Face à ce comportement opportuniste et dans le souci de préserver l'intérêt de l'actionnaire, la théorie de l'agence propose un nombre de mécanismes permettant de contrôler les dirigeants et d'aligner leur comportement sur l'objectif de maximiser la richesse pour l'actionnaire.

2.2.3. La résolution des problèmes d'agence

Les théoriciens de l'agence mettent à la disposition de la firme un certain nombre de mécanismes de contrôle qui visent à réduire la divergence d'intérêt potentielle entre l'actionnaire et le dirigeant et limiter le comportement opportuniste de ce dernier. Cependant, la firme (l'actionnaire) est appelée à minimiser les coûts d'agence engendrés par ce contrôle pour pouvoir survivre dans un environnement concurrentiel.

¹ Idem, page 70.

2.2.3.1. Les coûts d'agence

M. C. Jensen et W. H. Meckling ¹distinguent trois types de coût :

- Les coûts de surveillance : L'actionnaire supporte ces coûts dans le but de s'assurer que le dirigeant gère conformément à ses intérêts. Il peut par exemple faire appel aux services d'un cabinet d'audit pour apprécier la performance du dirigeant.
- Les coûts d'obligation : Ils sont supportés par le dirigeant dans un souci de gagner la confiance de l'actionnaire.
- Les coûts résiduels : Ces coûts résultent des différences d'intérêts entre l'actionnaire et les dirigeants. Il peut s'agir des coûts inhérents à une mauvaise allocation des ressources, au choix d'une stratégie non optimale.

2.2.3.2. Les mécanismes de contrôle

La théorie de l'agence indique que l'instauration de mécanismes de contrôle par l'actionnaire permet de stabiliser sa relation avec le dirigeant et de minimiser les coûts d'agence. Pour ce faire, l'actionnaire dispose d'une panoplie d'outils qui lui permet notamment d'aligner le comportement du dirigeant sur l'objectif de création de valeur.

Ces outils ont fait l'objet de plusieurs classifications par nombreux auteurs. Nous citons à titre d'exemple la distinction traditionnelle faite par CHARREAU Gérard qui considère que les systèmes de contrôle sont soit interne soit externe.

Nous avons opté pour la classification retenue par CABY Jérôme et HIRIGOYEN Gérard qui distinguent entre les mécanismes incitatifs et les mécanismes disciplinant ou de contrôle proprement dit.

¹ CHARREAU Gérard « La théorie positive de l'agence : positionnement et apports » édition Broché, 1999, page 222.

a) Les mécanismes incitatifs

Les incitations financières consistent à indexer la rémunération des dirigeants à la performance de l'entreprise. Leland et D. Pyle affirment qu'il «existe de nombreux mécanismes par lesquels la politique des rémunérations (des dirigeants) peut procurer des incitations à la création de valeur, tels que des bonus et des révisions de salaire indexée sur la performance, des stock-options et des décisions de licenciement reposant sur la performance»¹.

M.C. Jensen et W. H. Meckling² supposent de leur côté une corrélation positive entre les droits de propriété détenus par les dirigeants et la valeur de la société.

b) Les mécanismes disciplinant

A la différence des mécanismes incitatifs qui servent à motiver les dirigeants, les mécanismes disciplinant se doivent de sanctionner toute déviation à l'objectif de sauvegarder l'intérêt de l'actionnaire. Il s'agit en effet de :

La géographie du capital

Le premier mode de contrôle qu'exerce l'actionnaire s'opère dans l'assemblée générale à travers le droit de vote. Cependant, l'étendue du contrôle et son influence sur l'équipe dirigeante dépendent de la géographie du capital. La concentration du capital entre les mains d'actionnaires potentiels (entreprise contrôlée) réduit le champ de liberté du dirigeant. Tandis que la dispersion de l'actionnariat (entreprise managériale) lui laisse une plus grande marge de manœuvre à moins que les petits porteurs d'actions se réunissent en association d'actionnaires.

Le conseil d'administration

Le conseil d'administration constitue un moyen efficace pour contrôler la performance des dirigeants et pour évaluer et ratifier leurs décisions d'investissement à long terme.

¹ NYAHOHO Emmanuel « Finances Internationales: Théorie, Politique et Pratique » 2ème édition, 2002, page 179.

² CHARREAU Gérard, op.cit, page 224.

En outre, son efficacité dépend fortement de sa constitution et de sa structuration. Certains auteurs suggèrent d'inclure des administrateurs externes afin d'assurer leur indépendance des dirigeants et par conséquent garantir un meilleur contrôle. D'autres par contre préconisent l'intégration d'administrateurs internes qui sont mieux aptes à traiter des questions stratégiques de leur entreprise.

La politique d'endettement

M. C. Jensen et W. H. Meckling¹ montrent que le financement de la croissance par l'endettement plutôt que par l'autofinancement permet de réduire les coûts d'agence. En effet, les dirigeants sont plus motivés quand il s'agit de tenir leurs obligations vis-à-vis des prêteurs. De plus, en utilisant moins de ressources fournies par les actionnaires, l'étendue du pouvoir des dirigeants s'en trouvera considérablement réduite. En outre, le recours au financement extérieur soumet le dirigeant à un contrôle plus objectif exercé par le marché.

Le marché financier

La pression du marché financier constitue le contrôle le plus démocratique des dirigeants.

D'abord, des menaces de prise de contrôle sous forme d'OPA, encouragées par des actionnaires mécontents, conduit souvent à une révocation de l'équipe dirigeante.

Ce « marché de contrôle » peut aussi exercer son rôle disciplinaire en influant seule la politique des entreprises afin d'améliorer leur performance. Ensuite, en cédant les titres des sociétés estimées mal gérées, les actionnaires peuvent entraîner une baisse des cours et induire la diminution de la rémunération des dirigeants si elle est indexée sur l'évolution boursière.

Le marché de travail des dirigeants

Le marché du travail est « un instrument de discipline qui s'exerce sur les dirigeants à l'initiative du conseil d'administration »². Autrement dit, les dirigeants peuvent alors se trouver en position d'offreur sur ce marché à tout moment. En effet, le rôle du marché de

¹ ROULEAU Linda « Théories des organisations: approches classiques, contemporaines et de l'avant-garde », Canada, 2007, page 100.

² CABY J et HIRIGOYEN.G, op.cit, page 100.

travail consiste en l'évaluation de la compétence des dirigeants et au recensement de leur degré d'opportunisme. C'est pourquoi, les dirigeants veillent à se valoriser aux yeux du marché en affichant des comportements irréprochables. Cependant, ce mécanisme ne semble pas être efficace parce que rien ne garantit que l'information y disponible soit conforme à la réalité.

La concurrence des autres firmes

Ce mécanisme de contrôle intervient pour sanctionner la perte de compétitivité d'une firme sur le marché des biens et services. DEMSETZ Harold ¹ estime que si les dirigeants opèrent beaucoup de prélèvements, les coûts de production augmenteront et, d'une façon concomitante, les prix de vente suivront aussi. On peut alors conclure que, les entreprises mal gérées sont appelées à disparaître rapidement dans un univers de plus en plus concurrentiel.

Les réflexions sur la relation entre l'actionnaire et le dirigeant et sur la manière de limiter le comportement opportuniste de ce dernier, initiées d'abord dans la théorie de l'agence, furent ensuite approfondies dans un autre cadre ; celui de la gouvernance d'entreprise.

Section 2 : La mise en place de la gouvernance d'entreprise

L'objectif de cette section est d'étudier l'impact de la gouvernance dans la création de valeur et d'éclaircir sa relation avec la performance d'entreprise par l'explication des rôles des différentes parties prenantes dans la définition de cette performance.

Une étude menée par P. Gompers, J. Ishii et A. Metrick (2003) portant sur 1500 sociétés américaines a abouti au calcul d'un indice de gouvernance qui estime la répartition des pouvoirs entre les actionnaires et les dirigeants. Les résultats ont pu mettre en évidence un lien entre le niveau de performance et la nature de gouvernance.

¹ DEMSETZ Harold « l'économie de la firme, Sept commentaires critiques », édition Broché, 1998, page 233.

Pour BRENNEMANN et SEPARI, le gouvernement d'entreprise est « l'ensemble des mécanismes ayant pour but d'exercer une observance sur les dirigeants, afin que leurs stratégies personnelles n'allant pas à l'encontre des intérêts des détenteurs de capitaux »¹.

Cette définition centrée sur l'intérêt de l'actionnaire met l'accent sur la conception traditionnelle de la gouvernance appelée « gouvernance d'entreprise orientée actionnaire ».

J. CABY et G. HIROGOYEN affirment que ce concept « renvoie directement à l'influence des décisions stratégiques sur la création de valeur. Dans la mesure où la politique générale de l'entreprise est principalement déterminée par ses dirigeants, la maximisation de la valeur reste sous leur responsabilité ». Ainsi le gouvernement d'entreprise est une manière d'institutionnaliser la création de valeur au sein de l'entreprise.

En effet, l'instauration de la gouvernance d'entreprise « orientée actionnaire » passe impérativement par l'application des recommandations arrêtées dans les nombreux travaux menés dans la perspective d'approfondir les dispositions de la théorie de l'agence. Cependant, les pratiques en matière de gouvernance, différentes d'un pays à un autre, se sont traduites par l'apparition et le développement de plusieurs modèles de gouvernance.

1. L'impact de la gouvernance d'entreprise dans la création de valeur

Ces dernières années, la création de valeur apparaît comme un objectif central des grandes entreprises, afin de l'atteindre, les décisions et stratégies de ces firmes doivent s'adapter à cette exigence.

L'idée que la gouvernance des entreprises joue un rôle crucial dans la création de valeur fait aujourd'hui l'objet d'un consensus général dans la mesure où elle permet :

- ✓ d'augmenter la valeur des entreprises grâce à la réduction des coûts d'agence ;
- ✓ d'améliorer la performance de chacune des parties prenantes de l'entreprise tout en respectant les normes, statuts et règlements officiels établis.

Devant la multiplicité des domaines sur lesquels la gouvernance peut agir pour créer de la valeur, nous allons nous limiter dans ce qui suit à décrire trois aspects essentiels à savoir :

¹ BRENNEMANN Rudolf et SEPARI. Sabine, op.cit page 56.

l'instauration de la confiance, le respect des intérêts des parties prenantes et la prise en compte de la responsabilité sociale.

1.1. L'instauration de la confiance

Il s'agit ici de la confiance que font les actionnaires aux dirigeants de leur entreprise. En effet, la série des scandales ayant récemment émaillé le monde de l'entreprise a rendu l'instauration de la confiance une condition nécessaire pour la survie des entreprises. Pour redonner confiance aux actionnaires, une plus grande transparence dans la comptabilité et la gestion et l'obligation de diligence des conseils d'administration constituent les principes de la gouvernance d'entreprise. Ainsi, la loi Sarbanes - Oxley votée par le Congrès américain en juillet 2002 a adopté trois principes : l'exactitude et l'accessibilité à l'information, la responsabilité des gestionnaires et l'indépendance des vérificateurs et auditeurs.

1.2. Le respect des intérêts des parties prenantes

Concernant le respect des intérêts des parties prenantes, nous assistons à une mutation à plus long terme de la responsabilisation des entreprises. L'effondrement des groupes puissants, la mondialisation, la diffusion de l'information et les enjeux écologiques transforment notre conception du rôle de l'entreprise dans la société. Ainsi, le droit corporatif actuellement en

vigueur dans la plupart des entreprises donne priorité aux intérêts des actionnaires, qui ne se résument pas à la maximisation des profits, et il les protège aussi des pratiques abusives des dirigeants.

Dans sa revue annuelle de l'indice pour 2000, DOW Jones explique que les investisseurs préfèrent la durabilité qui crée une valeur à long terme pour les actionnaires et permet de gérer les risques associés aux développements économiques, environnementaux et sociaux. Les analyses du Dow Jones montrent que les entreprises inscrites à l'indice sont des chefs de file sur le plan de la performance¹.

¹ KHALDI Mohamed Ali « Impact des mécanismes de gouvernance sur la création et la répartition de la valeur partenariale » Gestion et management, Université de Grenoble, 2014, page43.

1.3. La prise en compte de la responsabilité sociale

Le mouvement de la responsabilité sociale des entreprises s'inscrit dans une tendance en faveur du développement durable et pousse désormais les entreprises à jouer un rôle pionnier dans le respect, la création et / ou la transformation des valeurs éthiques. Cette tendance se concrétise par le fait que les entreprises sont plus attentives aux préoccupations de leurs parties prenantes, notamment de la société civile.

Pour comprendre le lien entre la responsabilité sociale des entreprises et la gouvernance, prenons le cas Home Depot, de Nike ou de Nestlé qui en agissant de façon éthique, sont arrivés à soigner leur réputation et ont renforcé leur valeur et l'image de leurs produits aux yeux du public.

2. Les rapports de bonne gouvernance

Les mécanismes de contrôle prévus par la théorie de l'agence se sont avérés insuffisants pour pouvoir aligner le comportement des dirigeants sur le but de privilégier les intérêts de l'actionnaire. Ceci s'est rapidement traduit par une baisse de compétitivité des entreprises voir même la faillite de plusieurs grands groupes. Alors, des comités comme Cadbury et Greenbury au Royaume-Uni et Pébereau et Viénot en France se sont interrogés sur la mise en place de nouvelles règles permettant de renforcer le contrôle des dirigeants. A ce titre, des recommandations sur la gouvernance d'entreprise ont été publiées partout dans le monde et même imposées aux entreprises dans plusieurs pays. Les principales recommandations sont les suivantes :

2.1. La séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général

D. R. Dalton et I.F. Kesner ¹ affirment qu'une telle mesure permet de réduire la discrétion managériale et rend plus étroit le contrôle exercé sur la gestion. En effet, la séparation de ces deux fonctions permet d'empêcher la concentration du pouvoir entre les mains d'une même personne (PDG) en lui imposant une sorte de contre pouvoir.

¹ CHIKH Sabrina, « L'effet du dirigeant sur la performance de l'entreprise Université du Droit et de la Santé - Lille II, 2010, page 63.

2.2. La mise en place des comités spécialisés

Afin d'améliorer le contrôle des dirigeants, le conseil d'administration doit répondre à une volonté de spécialisation et de structuration de plus en plus importantes. Dans cet esprit, de nombreux textes de lois et guides de « good practice » ont rendu obligatoire l'instauration des comités d'audit, de rémunération et de nomination au sein des entreprises. La composition et les modalités de fonctionnement de ces comités sont différentes d'un pays à un autre. Cependant, le rôle assigné à chacun d'entre eux est pratiquement le même partout.

- Le comité d'audit : Sa mission consiste à évaluer l'efficacité de l'audit interne et du contrôle financier ainsi que d'assurer la fiabilité des informations communiquées aux actionnaires.
- Le comité des rémunérations : Il s'occupe de la fixation des modes de rémunérations des dirigeants, notamment celle du président du conseil d'administration, des directeurs généraux et des administrateurs.
- Le comité de nomination : Il apprécie les compétences des dirigeants, fixe les conditions d'accès au conseil d'administration et procède à la nomination des administrateurs.

2.3. La souveraineté des assemblées générales des actionnaires

Dans « la république des actionnaires » la souveraineté de l'assemblée générale est basée sur la règle fondamentale « une action = une voix ». Cependant, plusieurs dérives telles que les clauses restrictives ou préférentielles ont progressivement diminué la fluidité de l'actionnariat et empêché celui-ci d'exercer intégralement ses droits.

Par ailleurs, les recommandations de la gouvernance d'entreprise exigent la disparition de ces clauses et condamnent l'instauration des dispositions anti-OPA portant atteinte à la souveraineté de l'actionnaire. Dans ce même sens, les recommandations portent sur une meilleure information des actionnaires.

2.4. L'asymétrie d'information

En raison de leur position centrale dans l'entreprise, les dirigeants ont accès à tous type d'information. Mais seule une partie infime est communiquée aux actionnaires. Faut-il encore qu'elle soit vraie et saine de toute manipulation. Les scandales financiers qui ont secoués les USA en 2002 (Enron, Tyco, Wordcom, Xerox ...) ont montré l'importance de la qualité de l'information diffusée. Par ailleurs, une bonne gouvernance exige forcément une grande transparence des informations disponibles sur les performances de l'entreprise, sur ses résultats et surtout sur les décisions prises par la direction générale.

3. Relation entre la bonne gouvernance et la performance d'entreprise

3.1. Rôle des différentes parties prenantes dans la définition de la performance d'entreprise

Les différentes études traitant le gouvernement d'entreprise mettent en relief la relation entre le pourcentage du capital détenu par le dirigeant, la présence d'un actionnaire minoritaire, la présence d'un actionnaire important, le pouvoir des créanciers, les caractéristiques du conseil d'administration, le changement du dirigeant et la performance des entreprises.

3.1.1. Actionnariat du dirigeant

Dans la situation où le capital est dispersé entre un grand nombre d'actionnaires, ces derniers ne peuvent pas contrôler les activités du dirigeant. Le fait que le dirigeant soit un actionnaire important dans l'entreprise qu'il gère a pour effet notamment de réduire les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants dans la mesure où il risque de supporter matériellement la baisse de performance en cas de mauvaise gestion de sa part.

La convergence des intérêts réduit l'asymétrie de l'information, le hasard moral et la sélection adverse dans le choix de la politique par le dirigeant qui a intérêt à maximiser la valeur des actions. Stulz, Mork et Al ¹ soulèvent les différents problèmes qui résultent d'un pourcentage élevé d'actions détenues par le dirigeant dans la firme qu'il gère. Stulz insiste sur

¹ ZEGHAL Daniel « Analyse des déterminants de la gestion des résultats : cas des firmes canadiennes, françaises et tunisiennes » Tunisie, 2006, page 89.

les avantages non pécuniaires qui reviennent au dirigeant. Il cite l'opportunité d'investir dans des projets qu'il préfère, le recrutement des amis ou des proches et la possibilité de résister à une OPA...

3.1.2. Présence des actionnaires minoritaires

Dans les entreprises à actionnariat diffus, les actionnaires minoritaires ne sont pas généralement incités à contrôler les dirigeants afin de les amener à gérer l'entreprise de façon à augmenter sa valeur.

Les actionnaires minoritaires espèrent profiter des opportunités d'amélioration de la performance sans engager de dépenses. Aucun actionnaire minoritaire n'est incité à entreprendre des mesures de contrôle du dirigeant au risque de supporter à lui seul la totalité des coûts alors que les avantages éventuels seront partagés entre tous les actionnaires.

Pour que la surveillance soit efficace, il faut la présence des actionnaires majoritaires qui supportent le coût de contrôle. Ces actionnaires ont intérêt à jouer un rôle actif et à exercer un contrôle direct sur les dirigeants.

3.1.3. Présence des actionnaires majoritaires

Quand le capital est concentré, les actionnaires majoritaires sont incités à surveiller la direction, car ils supportent une part élevée de la destruction de la richesse. DEMSETZ et LEHN¹ ont trouvé une relation positive entre la présence d'actionnaires importants et la performance des entreprises. La présence d'actionnaires importants peut avoir pour incidence le contrôle des activités du dirigeant. Cependant, d'autres, avancent que l'efficacité dépend du comportement et de l'activisme des actionnaires majoritaires.

L'étude de WRUCK (1989)² indique que la publication d'informations concernant l'acquisition d'un bloc de contrôle agit positivement sur le prix de l'action.

Le rôle des actionnaires importants dans le contrôle des entreprises est apparent. En Allemagne, une grande rotation des administrateurs est associée à la présence d'actionnaires importants¹.

¹ WIEM Elmanaa, KHLIF Wafa, op.cit page 9,10.

² Revue Française de Gouvernance d'Entreprise N°4 - 2ème Semestre 2008, page 38.

Au Japon, Kaplan et Minton (1994), Kang et Shivdasani (1995)² montrent que les entreprises ayant des actionnaires importants ont une plus grande probabilité de remplacer les dirigeants non performants. Pour les États-Unis, Shivdasani (1993) montre que la présence d'un actionnaire important augmente la probabilité d'une acquisition de l'entreprise. Le pouvoir des grands actionnaires dépend du degré de leur protection légale et de leur droit de vote. La propriété majoritaire sera efficace uniquement dans le cas où les mécanismes de vote fonctionneraient. L'efficacité des actionnaires majoritaires est intimement liée à leur habilité d'exercer leurs droits.

3.1.4. Pouvoir des créanciers

Le pouvoir des créanciers provient d'une part, de la variété du droit de contrôle en cas de défaut de paiement ou de violation des clauses du contrat et, d'autre part, du pouvoir de pression dont elles disposent à l'occasion de l'attribution de prêt. Dans les pays où les banques sont à la fois actionnaires et créanciers, elles ont la possibilité de voter à la place d'autres investisseurs, ce qui leur confère un pouvoir de contrôle de premier ordre.

Au Japon, Kaplan et Minton, Kang et Shivdasani montrent que la rotation du dirigeant, suite à une mauvaise performance, est très élevée dans les entreprises qui ont une relation privilégiée avec une banque par rapport à ceux qui ne l'ont pas.

En Allemagne, Gorton et Schmid (1996)³ trouvent qu'en 1974 les banques améliorent la performance des entreprises dont elles sont actionnaires plus que les autres actionnaires importants, ce qui n'est pas le cas en 1985.

Aux États-Unis, les banques jouent un rôle majeur dans le contrôle des entreprises en difficultés économiques notamment lorsqu'il s'agit de changer les dirigeants et les administrateurs.

L'efficacité des créanciers importants, comme pour le cas des actionnaires importants, dépend de la protection effective de leurs droits. En Allemagne et au Japon, les pouvoirs des banques sont très significatifs.

¹ OMRI Abdelwahed « Systèmes de gouvernance et performance des entreprises tunisiennes » Revue française de gestion 2003/1 (n° 142), page 45.

² Idem, page 37.

³ Ibid, page 39.

Celles-ci ont le droit de détenir des blocs de contrôle (actions) et d'avoir des représentants au conseil d'administration. Cependant, des créanciers très puissants risquent de profiter de leurs situations en influençant la stratégie de l'entreprise et en surfacturant leurs services.

3.1.5. Rôle du conseil d'administration

Le rôle du conseil d'administration consiste à nommer, à révoquer et à fixer la rémunération du dirigeant. La composition et la taille du conseil ont un impact important sur la performance. En effet, les administrateurs externes et indépendants sont incités à engager une surveillance du dirigeant pour éviter des poursuites judiciaires de la part des actionnaires et protéger leur capital humain. De même, le conseil d'administration peut bénéficier des points de vue enrichissants des administrateurs externes qui abordent avec objectivité les propositions des dirigeants. La taille réduite du conseil a un impact important sur la performance des entreprises américaines et françaises. Enfin, le contrôle exercé par le conseil d'administration est faible dans le système orienté marché et élevé dans le système orienté réseau.

3.1.6. Rotation des dirigeants

Les évidences empiriques relatives au contexte américain s'accordent sur l'existence d'une relation négative entre la probabilité de rotation des dirigeants et la performance antérieure aux événements de succession. Cela inclut les premières recherches qui se sont intéressées à la relation entre performance boursière, comptable et rotation des P-DG, mais également celles menées dans des contextes plus particuliers : relation entre activités de prise de contrôle et rotation des dirigeants, ainsi que pour le cas des entreprises en détresse financière. Les mêmes évidences sont valables pour les systèmes de gouvernement orienté réseau et intermédiaire. Tel est le cas des études menées par Kang et Shivdasani, pour le contexte japonais et pour le contexte allemand ainsi que pour le cas des pays émergents. Reste que le système de gouvernement orienté marché est caractérisé par une grande efficacité des mécanismes de gouvernance pour assurer le lien performance-rotation des dirigeants.

Denis, Davidson et Al ont observé des améliorations de la performance à la suite de la révocation des dirigeants. Cependant, ces changements sont rares et leurs effets économiques sont faibles. De même, le changement du dirigeant est relativement facile dans le cas du

système orienté marché et plus difficile dans le cas du système orienté réseau. Enfin, l'effet du changement de dirigeant apparaît fonction de plusieurs variables : âge du dirigeant sortant, destination du dirigeant sortant, origine du nouveau successeur, motif du changement, etc.

3. 2 .La gouvernance d'entreprise et la qualité de l'information financière

La qualité de l'information financière est un sujet qui a été largement discuté dans la littérature comptable et financière. Cependant, peu de travaux ont été effectués sur l'association entre les mécanismes de gouvernement de l'entreprise et la qualité de l'information financière. Notamment sur la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et la qualité de l'information financière.

En termes de qualité de l'information financière divulguée, plusieurs études ont traité l'impact de la séparation des rôles sur la qualité de l'information à travers l'étude de la relation entre cette variable (séparation) et le niveau de divulgation.

La séparation des rôles peut accroître la qualité de contrôle et réduire ainsi la probabilité de conservation de l'information de la part des dirigeants. Ainsi, la qualité de divulgation s'améliore.

L'impact de la taille du conseil sur la qualité de l'information financière divulguée n'est pas évident, mais les arguments avancés affirment que les petits conseils sont plus efficaces et mènent par conséquent à l'amélioration de la qualité de l'information. James et Taylor ¹ ont stipulé l'hypothèse selon laquelle il y a une relation négative entre la taille du conseil d'administration et la divulgation d'information sur la rémunération du dirigeant.

Les résultats de leur étude montrent l'inexistence d'aucun lien significatif entre ces deux variables. Par ailleurs, certaines études ont testé l'impact de la taille du conseil sur la qualité des rapports annuels mesurée par le niveau de gestion du résultat et de fraude. Ces études ont suggéré une relation négative entre la taille du conseil d'administration et la qualité de l'information financière divulguée, cependant leurs résultats ne confirment pas significativement leur suggestion.

Le conseil d'administration constitue le sommet du système de contrôle d'une entreprise. Il est chargé de deux missions : le contrôle des managers et la ratification des

¹ PELABAY Janie « Gouvernance de la diversité et valeurs communes : une analyse à partir du rapport Bouchard-Taylor », 2014, page 18.

décisions. Pour effectuer ses missions, le conseil d'administration doit inclure des administrateurs internes pour assister à la ratification des décisions grâce à leur meilleure connaissance de la firme et des administrateurs externes indépendants et objectifs pour l'exécution de la mission de contrôle.

Les chercheurs en matière de gouvernement d'entreprise ont généralement soutenu que les administrateurs externes sont plus indépendants et les mieux placés pour contrôler le dirigeant que les administrateurs internes. Leurs arguments se basent sur la théorie de l'agence. Ainsi ils cherchent à évaluer l'influence des pratiques de gouvernement d'entreprise sur le niveau de gestion du résultat. A cet effet, outre la composition du conseil d'administration, des variables liées à l'existence d'un comité et sa « qualité » (expertise financière, indépendance, taille) sont intégrées à l'analyse. Il en ressort qu'un comité d'audit de qualité influence l'étendue de la gestion du résultat et par conséquent sur la qualité de l'information financière fournie par les états financiers.

Enfin la qualité de l'information financière (la transparence financière et le niveau de divulgation) permet de réduire l'asymétrie d'information entre l'entreprise et ses actionnaires. Et d'autre part, qu'elle permet de réduire le coût du capital à travers la réduction des coûts de transactions dans l'entreprise et le niveau du risque chez les investisseurs.

Conclusion

Au cours de ce chapitre, nous avons démontré que la gouvernance d'entreprise constitue bien un levier de création de la valeur, nous concluons par dire que celle ne peut créer la valeur par hasard. Il lui faut concrétiser cette volonté de promouvoir la valeur sur un niveau qui concerne la façon dont sont gérés les managers. Les actionnaires doivent s'assurer que leurs mandants "les dirigeants" agissent dans le sens de maximiser la richesse.

Pour ce faire, la théorie de l'agence analyse le comportement des dirigeants, argumente leur conflit d'intérêt avec les actionnaires et propose à ces derniers des mécanismes de contrôle. La gouvernance d'entreprise, sous toutes ses formes, leur offre des solutions encore plus efficaces pour ramener la performance à ses plus hauts niveaux.

L'impact positif de la gouvernance permet de réduire les coûts d'agence résultant de la divergence d'intérêt entre actionnaires et dirigeants en instaurant des mécanismes qui régissent la conduite des dirigeants et définissent les procédures qui encadrent les décisions de création et de répartition de la valeur.

Pour cela, nous pouvons dire que le processus de création de la valeur doit être continu et organisé ainsi que les dirigeants et les actionnaires de l'entreprise doivent ancrer un esprit de création de valeur, faire évoluer l'équipe dirigeante et avoir une bonne culture pour atteindre l'objectif central celui de créer de la valeur.

-Chapitre 4-

*Illustration des développements
théoriques à travers le cas
de la SGSIA-SPA*

Introduction

Dans le présent chapitre intitulé « Illustration des développements théoriques à travers le cas de la SGSIA-SPA », nous allons commencer par présenter la société de gestion des services et infrastructures aéroportuaires (SGSIA) d'une manière générale puis la présentation des événements majeurs qui ont marqué l'entreprise, ses principales missions ainsi que sa direction financière (DFI). Ceci fera l'objet de la première section de ce chapitre.

Notre étude ne se limite pas à la présentation de l'entreprise, pour cela nous avons consacré deux autres sections afin, d'apporter des réponses à la problématique posée. La première section, pour une analyse approfondie de la situation financière de l'entreprise, dans une perspective d'évaluation de sa performance financière. La deuxième section, traite de l'évaluation du rendement de la SGSIA, la mesure de certains facteurs comme la rentabilité, la solvabilité et la liquidité de l'entreprise et ceci par le calcul d'une série de ratios jugés significatifs.

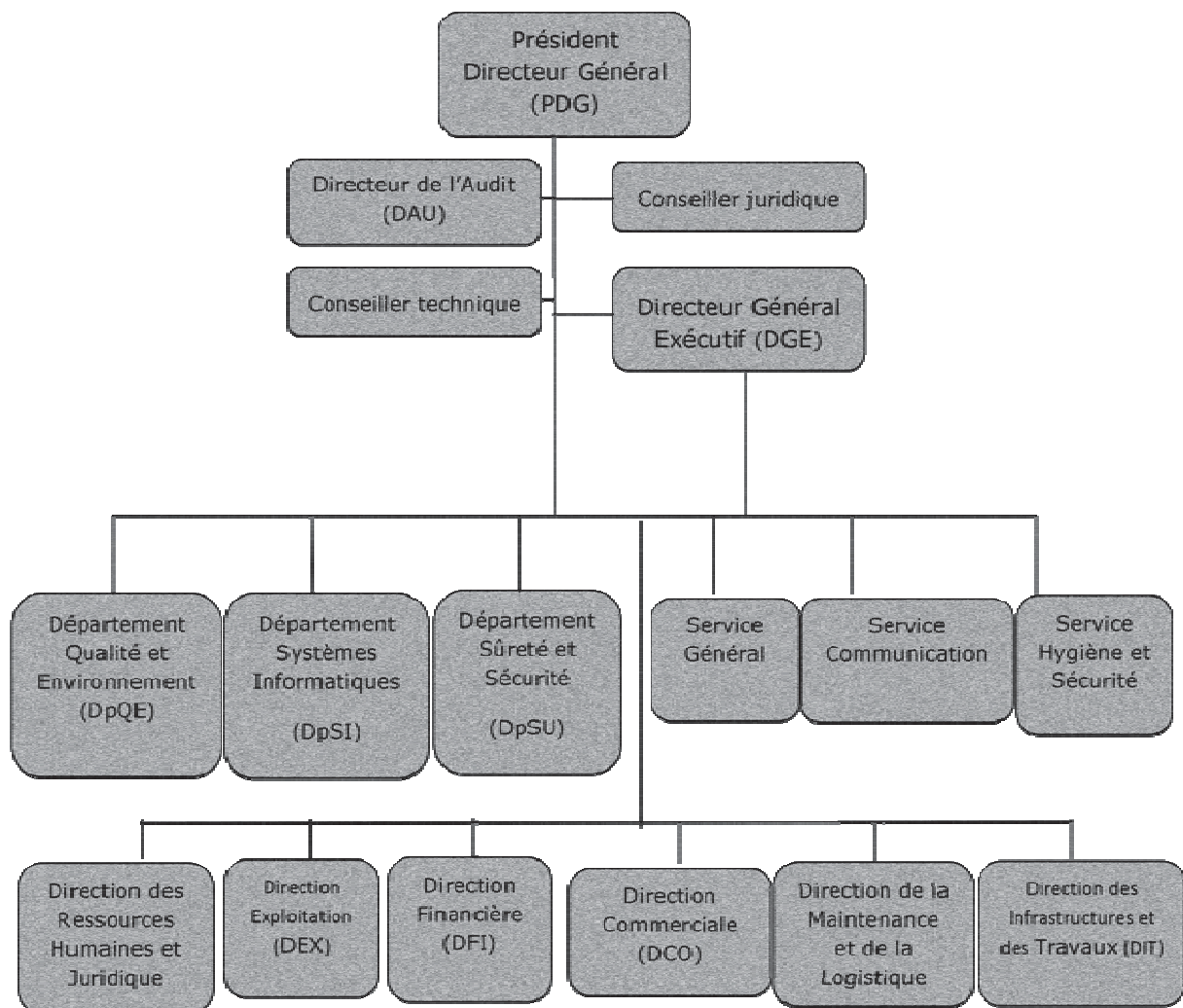
Ce chapitre a été établi en fonction des documents internes de la société.

Section 1 : Présentation de la Société de Gestion des Services et des Infrastructures Aéroportuaires (SGSIA) :

L'objectif de la présente section est de passer en revue l'historique et les événements majeurs ayant marqué la SGSIA et notamment ses principales missions.

1. Organigramme de la SGSIA

Schéma N° 3 : Organigramme de la SGSIA



Source : Documents internes de l'entreprise.

2. Historique et présentation

2.1. Historique :

En 1987, une refonte de la gestion des sites aéroportuaires nationaux a donné lieu à la création de trois EPIC (établissements publics à caractère industriel et commercial) : EGSA / Alger, EGSA/Constantine et EGSA/ Oran. Ils ont comme missions la gestion, l'aménagement, l'exploitation et l'entretien de toutes les structures, ouvrages et installations principales ou annexes des plates-formes aéroportuaires du pays.

L'aéroport d'Alger est sous la tutelle de l'EGSA/Alger, créée par décret présidentiel n°87.173 du 11 août 1987 regroupant les aéroports du centre et du sud centre suit :

- Sept (07) aéroports internationaux : Alger, Bejaia, Djanet, Hassi-Messaoud, Ain Amenas, Tamanrasset et Ghardia .
- Onze (11) aéroports nationaux : Bou Saada, Chlef, El Goléa, El Oued, Hassi R'mel, Ilizi, Ain Guezzam, Ain Sallah, Laghouat, Ourgla et Touggourt .

Depuis 2006 l'aéroport international d'Alger HOUARI BOUMEDIENE ne fait plus partie des aéroports gérés par l'EGSA/Alger, il est géré par la SGSIA-SPA (société de gestion des services et des infrastructures aéroportuaires).

Pour l'année 2007 la SGSIA a réalisé un chiffre d'affaire résultant principalement d'un trafic passager qui s'élève à environ 3 800 000 passagers et d'un trafic mouvement avions qui atteint environ les 50 000 mouvements.

Pour l'année 2008 on constate une augmentation du trafic passager de 9 % et une augmentation 10 % de mouvement avions par rapport à l'année 2007.

En 2009 la SGSIA a continué de réaliser une augmentation sur le trafic passagers qui atteignait 4 500 000 de passagers et un trafic mouvement avions de 61 000 mouvements.

Cependant l'année 2010 a connu une légère baisse par rapport à l'année 2009 sur le trafic passagers de (- 2.36%) et de (- 0.79%) sur le trafic mouvement avions.

Contrairement à 2010, l'année 2011 a enregistré une augmentation de (7.93%) sur le trafic passager et (5.12%) sur le mouvement avions.

Le trafic passager pour l'année 2012 a connu une croissance élevée de (13.09%) par rapport à l'année 2011 ; ainsi qu'une élévation de (3.48%) pour le mouvement avions. Les prévisions pour ces deux trafics sont à la hausse grâce à l'arrivée des nouvelles compagnies telles que : Emirates, Royal Jordanian, Vueling. En plus de l'arrivée de ces compagnies, la SGSIA annonce par le biais de son PDG la réalisation de l'étude d'une nouvelle aéro-gare d'une capacité de 10 million de passagers par an qui permettra d'avoir une nette augmentation du chiffre d'affaire dans l'avenir.

Pendant toutes ces années, le chiffre d'affaire de la SGSIA n'arrête pas d'augmenter d'une année à une autre vu tous les paramètres cités ci-dessus.

2.2. Présentation :

La société de gestion des services et infrastructures aéroportuaires (SGSIA) appelée plus communément « aéroport d'Alger » est une entreprise publique, économique sous la forme d'une société par action à capitaux publics (SPA) filiale de l'EGSA/Alger, qui comprend 128 000 salariés, constituée le premier novembre 2006 pour gérer et exploiter l'aéroport d'Alger HOUARI BOUMEDIENE avec un niveau de qualité et de performance élevé, certifiée qualité selon la norme ISO 9001V2008, environnement selon la norme ISO 14001V2004, santé et sa sécurité selon OHSAS 18001 V2007.

Elle a comme capital social un chiffre de 695 000 000 DA.

Elle bénéficie d'un transfert de savoir-faire et de compétences d'aéroport de Paris management (ADP) au terme d'un contrat de gestion d'une durée de quatre ans.

3. Emplacement géographique :

Situé à l'est de la capitale, l'aéroport d'Alger (Houari BOUMADIENE) est le centre de l'activité aérienne nationale, il se situe sur la commune de Dar El Bieda à 16 km à l'est d'Alger et s'étend sur une surface de 1300 hectares, accueille actuellement un flux de près de 4.4 million de passagers par an, il est implanté au cœur d'une zone d'activité regroupant plusieurs installations activant des domaines de la maintenance, logistique et approvisionnement carburant (kérosène) .

4. Infrastructures liées à l'Aéroport d'Alger

- Pistes

L'aéroport dispose de deux pistes :

- 1- la première : d'une longueur de 3 500 * 60m avec revêtement en béton bitumineux
- 2- la seconde : d'une longueur de 3 500 * 45 m avec revêtement en asphalte.

-Aérogares

Deux terminaux principaux (T1 et T2) ainsi que le (T3) accueillent les passagers de l'aéroport :

- Le Terminal 1 (T1) : dédié au vol international, présente une capacité d'accueil de 6 millions de passagers par an, il a été officiellement inauguré le 5 juillet 2006.

Ce terminal offre aux passagers et aux usagers toutes les commodités et services modernes afin de répondre le mieux possible à leurs attentes.

Il a été construit selon les normes internationales les plus récentes, ce qui en fait l'un des plus modernes d'Afrique avec notamment 14 passerelles télescopiques qui permettent de débarquer directement l'avion vers le terminal et vice versa.

- Le Terminal 2 (T2) : dédié aux vols internes, il a été rénové en 2007, il dispose d'une capacité d'accueil de 2.5 millions de passagers par an, offre des conditions de confort et de sécurité comparables à celles du Terminal 1 .
- Le Terminal 3 (T3) : L'ancienne aérogare nationale a fait l'objet d'un réaménagement , il est destiné aux vols pèlerinage et vols charters et dispose d'une capacité d'accueil de 1 million de passagers par an.

Par ailleurs, l'aéroport d'Alger est équipé d'un « pavillon d'honneur » permettant la réception de chefs d'Etats et autres responsables politiques de tous pays lors de leur déplacement aéroportés.

5. Missions de la SGSIA :

Conformément à l'article 02 de ses statuts, la SGSIA-SPA pouvant être légalement désignée par l'Aéroport d'Alger, a pour objet :

- L'acquisition, la construction, l'aménagement, la gestion, l'exploitation, la maintenance et le développement d'installations et infrastructures aéroportuaires ;
- La fourniture de prestations de services dans le domaine aéroportuaire ;
- La valorisation et l'exploitation de tout actif mobilier ou immobilier acquis ou réalisé sur fonds propres, reçus en dotation, ainsi que ceux qui lui sont affectés pour les besoins de service public ;
- Elle met à disposition des compagnies aériennes nationales et internationales une infrastructure aéroportuaire conforme aux normes internationales de l'aviation civile ;
- L'exploitation et l'entretien du réseau de distribution de l'électricité, du gaz et du l'eau situé dans sa zone de desserte.

Et plus généralement toutes opérations de quelque nature qu'elles soient financières, commerciales, industrielles, civiles, immobilières, se rattachant a cet objet social et de nature à favoriser les buts poursuivis par la société, son expansion et son développement.

6. Principaux intervenants au coté de la SGSIA :

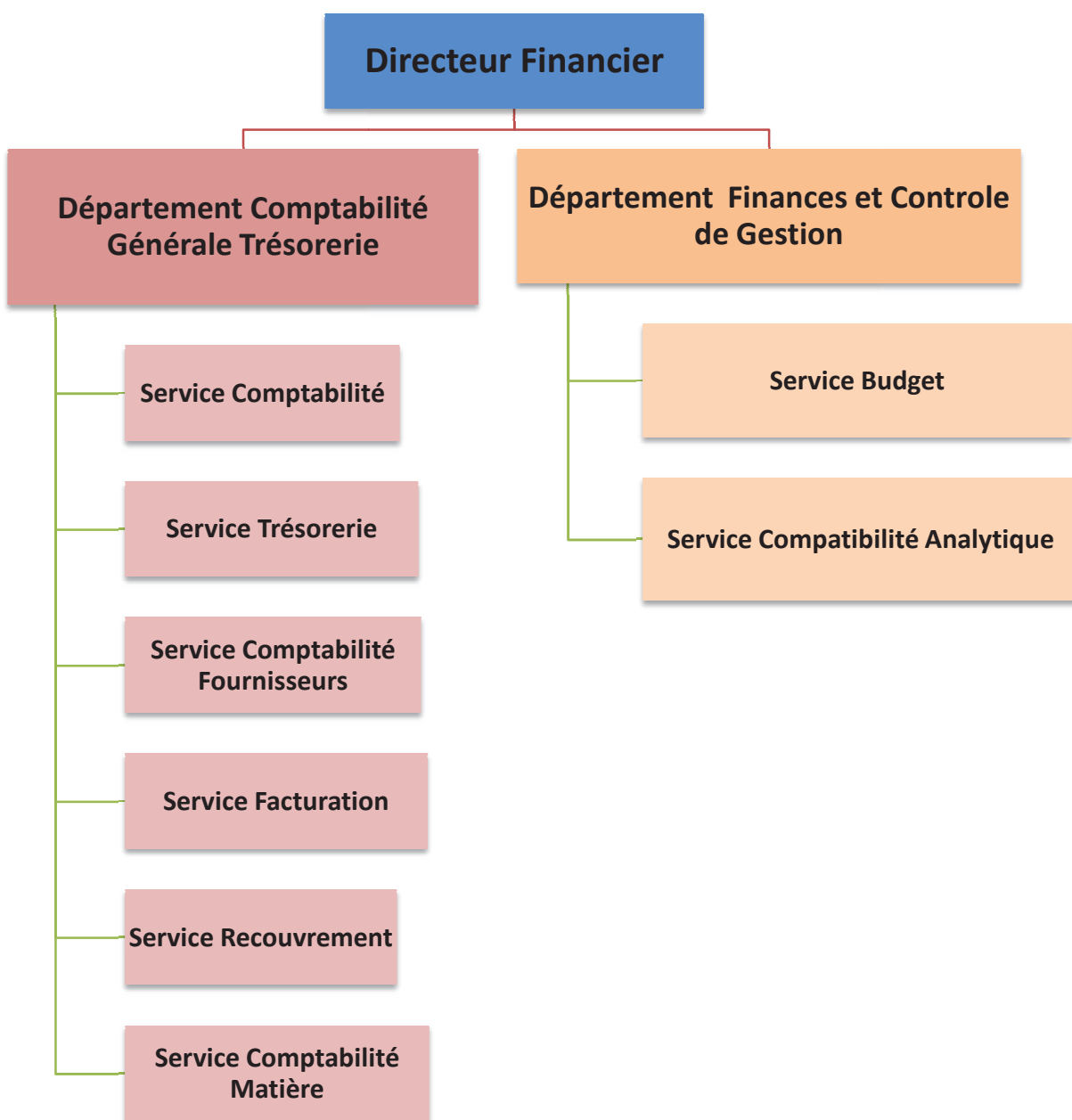
- L'Etablissement National de la Navigation Aérienne (ENNA) : la gestion de la navigation aérienne est confiée à l'ENNA et qui a pour mission principale la gestion de la sécurité aéronautique au niveau :
 - Des routes aériennes
 - Des moyens de télécommunication
 - Des aides visuelles et équipements radionavigation
 - De service de sécurité d'incendie et de sauvetage
 - De l'approche et de la circulation des aéronefs sur l'aire de mouvement.
- Office National de la Métrologie (ONM) : c'est un office sous tutelle du ministère des transports avec un statut d'EPIC (établissement Public à caractère Industriel et commercial), il assure l'assistance métrologique aux services de navigation.

- La Direction Générale de la Sûreté Nationale (DGSN) : administration du ministère de l'intérieur et des collectivités locales assurant la sûreté de l'aéroport d'Alger.
- La direction générale des douanes : administration du ministère de l'économie et des finances assurant le contrôle des bagages et marchandises.
- La protection civile : administration du ministère de l'intérieur et des collectivités locales assurant la sécurité des interventions des secours.
- Le contrôle sanitaire des frontières : administration du ministère de la santé et de la réforme hospitalière assurant le contrôle sanitaire des passagers et marchandises.
- Les compagnies aériennes et les sociétés d'assistance en escale, elles sont réparties comme suit :
 - 21 compagnies aériennes opérant sur l'aéroport dans l'exploitation des lignes régulières et commerciales
 - 02 sociétés d'assistance en escale (Swissport , Air Algerie)

7. Présentation de la direction financière (DFI)

7.1. Organigramme de la DFI

Schéma N°4 : Organigramme de la DFI.



Source : Documents internes de l'entreprise.

7.2. Missions de la direction financière (DFI)

La Direction Financière est chargée de :

- La production mais aussi l'analyse des données comptables et financières de la société ainsi que la préparation des états financiers périodiques de reporting,
- Définir et mettre en application la politique budgétaire arrêtée par la Direction Générale de la société,

Pour réaliser ses missions, cette direction dispose de deux (02) Départements.

7.3. Les Départements et Services de la Direction Financières

7.3.1. Le Département Comptabilité Générale et Trésorerie

Doit répondre de l'exactitude des comptes, du paiement des fournisseurs, de l'exhaustivité et de la qualité de la facturation, du recouvrement client, du suivi de la trésorerie, de la tenue de tous les journaux légaux, de la préparation et publications des rapports et obligations comptables légales, des déclarations fiscales dans les délais impartis. Doit assurer la production mais aussi l'analyse des données comptables ainsi que la préparation des états financiers périodiques de reporting.

Pour exercer ses missions le Département est composé de six (6) services spécialisés :

- Le Service **Comptabilité générale** est chargé de :
 - La production des comptes et des analyses,
 - la constitution des dossiers de soutien,
 - La saisie des écritures de provisions pour clôture,
 - Suivi des échéances fiscales,
 - Suivi des aspects fiscaux particuliers : Redevances règlementées, droit de timbres, etc.
- Le Service **Trésorerie** est chargé de :
 - La vérification de la conformité des engagements de dépense avant d'émettre les règlements correspondants,

- La préparation des échéances à payer pour signatures DFC/DGE/PDG,
 - La gestion de la trésorerie et des disponibilités,
 - La saisie des écritures de trésorerie, du lettrage des comptes et des rapprochements bancaires,
 - La saisie des éléments de caisse et du contrôle périodique de celles-ci,
 - La remise en banque des chèques de règlement et des espèces,
 - L'établissement des tableaux de bord de trésorerie.
-
- Le Service **Comptabilité fournisseurs** est chargé de :
 - La réception des factures à payer et des enregistrements comptables correspondants,
 - La vérification de la conformité des engagements de dépense et des entrées en stocks,
 - La gestion des litiges en relation avec la Direction des Moyens et de la Logistique,
 - Contrôler les comptes fournisseurs et les comptes de charges mouvementés,
 - Vérifier les affectations analytiques et les procédures de mise au paiement.
-
- Le Service **Facturation** est chargé de :
 - L'émission des factures pour toutes les prestations fournies par le gestionnaire de l'aéroport à ses clients,
 - La collecte des données de facturation,
 - Contrôler l'exhaustivité des éléments de base nécessaires à la facturation,
 - Tenir à jour les tarifications (Arrêtés, Décrets, etc.) et s'assurer de leur application,
 - Traiter les réclamations « Clients » en relation avec la Direction de l'Exploitation, le Service recouvrement et le Département Commercial,
 - Suivre les clients douteux en collaboration avec le Département juridique et le Département Commercial,
 - L'établissement des tableaux de bord des facturations mensuelles.

- Le Service **Recouvrement** est chargé de :
 - Recouvrir les factures émises par le gestionnaire de l'aéroport à ses clients, d'identifier les retards de paiements et de procéder aux relances qui s'imposent,
 - Procéder à la récupération des règlements de créances par tournées,
 - L'enregistrement comptable des règlements clients et des lettrages de comptes,
 - La transmission des règlements reçus (Chèques, avis de virements, espèces) au Service Trésorerie,
 - Suivre les réclamations et des litiges avec le Service Facturation et le Département Commercial,
 - L'établissement des tableaux de bord des recouvrements mensuels.

- Le Service **Comptabilité matière** est chargé de :
 - L'enregistrement comptable des factures d'investissements et des mouvements de stocks (matériels et consommables),
 - Suivre les états de stocks matières et fournitures et de la réalisation des inventaires périodiques,
 - L'établissement des tableaux de bord des mouvements mensuels.

7.3.2. Le Département Finances et Contrôle de gestion

Est le point de passage obligé pour toutes demandes de paiement, pour les dépenses de fonctionnement comme pour les investissements.

Assure les contrôles de conformité des dépenses par rapport au respect des procédures internes et par rapport aux lignes budgétaires autorisées.

Elabore le budget de la SGSIA avec le DFC et en fonction des objectifs fixés par la Direction Générale et le met en application (mensualisation, budget par Direction, etc.).

Analyse les écarts entre les prévisions et les réalisations. Procède aux correctifs et ajustements budgétaires nécessaires. Doit assurer le suivi budgétaire de l'entreprise et la préparation des états périodiques de reporting.

Ce Département est également en charge de la comptabilité analytique en relation avec les services du Département de la comptabilité générale.

Pour exercer ses missions le Département est composé de deux (2) services spécialisés :

- Le Service **Budget** est chargé de :
 - Contrôler la conformité de chaque demande de paiement et de procéder à l'enregistrement budgétaire de la dépense,
 - Suivre les dépenses engagées par rapport aux lignes budgétaires autorisées,
 - L'établissement des tableaux de bord mensuels de suivi des dépenses de fonctionnement et d'investissements.

- Le Service **Comptabilité Analytique** est chargé de :
 - La mise en place de l'analytique en relation avec les services du Département de la comptabilité générale,
 - Contrôler l'exhaustivité des facturations, mais aussi des assiettes : tarifs appliqués, surfaces prise en compte, etc.
 - Contrôler les postes de charges, en particulier les "consommables" et les "Services extérieurs" (Sous-traitance),
 - L'établissement des tableaux de bord mensuels analytiques en vue de déterminer notamment les prix de revient des prestations.

Notre étude ne se limite pas à la présentation de l'entreprise. Elle nécessite une analyse approfondie de la situation financière de la SGSIA-SPA dans une perspective d'évaluation de sa performance financière. Laquelle fera l'objet de la section suivante.

Section 2 : Analyse de la structure financière de l'entreprise

L'objectif de cette section est de présenter les bilans financiers de la SGSIA pour les deux années 2014 et 2015, l'élaboration des bilans en grandes masses des exercices étudiés et l'analyse des équilibres financiers ainsi que la rentabilité de l'entreprise par les soldes intermédiaires de gestion. Et ce, afin d'apporter quelques éléments à la problématique posée.

1. Présentation des bilans financiers 2014 et 2015

Présentation des bilans financiers de la partie actif et passif des deux exercices (2014 et 2015).

1.1. Partie actif

Tableau N° 3 : Partie actif de bilan financier de 2014 et 2015.

Unité : DA

ACTIF	SCF			Valeur nette 2014
	Valeur brute 2014	Amortissements	Valeur nette 2015	
ACTIFS NON COURANTS				
Immobilisations incorporelles	38 175 908,81	29 888 873,06	8 287 035,75	10 746 105,03
Immobilisations corporelles	14 203 231 440,68	5 848 934 118,62	8 354 297 322,06	8 966 432 615,02
Immobilisations Encours	7 656 421 490,51	-	7 656 421 490,51	179 829 923,73
Immobilisations Financières	4 000 021 497,50	-	4 000 021 497,50	21 497,50
Impôts Différé Actif	52 245 426,91	-	52 245 426,91	-
Total Actif Non Circulant	25 950 095 64,40	5 878 822 991,68	20 071 272 72,20	9 157 030 141,27
ACTIFS COURANTS				
Stocks et Encours	116 554 210,16	-	116 554 210,16	96 917 125,61
Créances et emplois assimilés				
Clients	2 926 884 894,35	3 787 202 905,63	2 548 681 988,72	1 980 583 568,38
Autres débiteurs	17 994 632,55		17 994 632,55	14 012 381,59
Impôts	14 848 221,36		14 848 221,36	7 029 652,21
Autres Actifs Courants	1 302 062,69		1 302 062,69	1 098 650,30
Disponibilités et Assimilés	4 027 789 015,14		4 027 789 015,14	7 482 091 615,65
Total Actif Courant	7 105 373 036,25	378 202 905,63	6 727 170 130,62	9 581 732 993,73
TOTAL GENRAL ACTIF	33 055 468 00,65	6 257 025 897,31	26 798 442 03,34	18 738 763 35,00

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

1.2. Partie passif

Tableau N° 4 : Partie passif de bilan financier de 2014 et 2015.

Unité : DA

PASSIF	PASSIF 2015	PASSIF 2014
Capitaux propres		
Capital Emis	695 000 000,00	695 000 000,00
Réserves Légales	69 500 000,00	69 500 000,00
Réserves Ordinaires	1 234 361 569,68	707 183 695,23
Report à nouveau	2 287 522 674,49	1 836 370 744,05
Autres Apports d'Etat	12 606 287 260,22	
Résultat Net de l'Exercice	1 123 699 038,22	978 329 804,89
TOTAL CAPITAUX PROPRES (1)	18 016 370 542,60	4 286 384 244,17
PASSIFS NON COURANTS (2)	6 269 267 632,62	13 264 163 468,30
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et Comptes Rattachés	1 712 971 157,49	555 193 050,07
Impôts	579 733 445,59	487 392 528,90
Autres Dettes	220 100 125,04	145 629 843,56
TOTAL PASSIF COURANT (3)	2 512 804 728,12	1 188 215 422,53
TOTAL GENERAL PASSIF (1+2+3)	26 798 442 903,34	18 738 763 135,00

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

1.3. Présentation des bilans condensés

Les bilans condensés de la SGSIA des deux années 2014 et 2015 sont établis à partir des documents comptables de l'entreprise sachant qu'il n'y a aucun traitement d'informations quant au reclassement ou au retraitement des comptes. Ceci fait que les bilans financiers représentent la même valeur que les bilans comptables.

Tableau N° 5 : Bilan grandes masses (partie actif).**Unité : DA**

	2014		2015	
Emplois	Montant	%	Montant	%
VI	9 157 030 141,27	48,87%	20 071 272 772,72	74,90%
VE	96 917 125,60	0,52%	116 554 210,16	0,43%
VR	2 002 724 252,48	10,69%	2 582 826 905,32	9,64%
VD	7 482 091 615,65	39,93%	4 027 789 015,14	15,03%
Total	18 738 763 135,00	100%	26 798 442 903,34	100%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Tableau N° 6 : Bilan grandes masses (partie passif).**Unité : DA**

	2014		2015	
Ressources	Montant	%	Montant	%
Fonds propres	4 286 384 244,17	22,87%	18 016 370 542,60	67,23%
DLMT	13 264 163 468,30	70,78%	6 269 267 632,62	23,39%
DCT	1 188 215 422,53	6,34%	2 512 804 728,12	9,38%
Total	18 738 763 135,00	100%	26 798 442 903,34	100%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

2. Analyse des équilibres financiers

2.1. Equilibre financier à long terme (le fonds de roulement) : est un indicateur financier qui permet de vérifier un certain équilibre financier et notamment que les actifs immobilisés soient financés par des ressources de long terme.

Tableau N° 7: Calcul de fond de roulement.

Unité : DA

	Fonds de roulement (FR)	
	2014	2015
Par le haut du bilan FR = (FP + DLMT) - VI	8 393 517 571,20	4 214 365 402,50
Par le bas du bilan FR= (VE+VR+VD) - DCT	8 393 517 571,20	4 214 365 402,50

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

L'entreprise dégage un fond de roulement positif, ce qui signifie que ses ressources stables financent la totalité de ses immobilisations. C'est un élément favorable dans l'appréciation du financement de l'entreprise, car des capitaux permanents financent une partie de l'exploitation.

L'équilibre financier est donc respecté. La SGSIA dispose grâce au fond de roulement un excédent de ressources stables qui lui permettra de financer ses autres besoins de financement à court terme. Ce qui signifie que l'entreprise dispose d'une marge de sécurité financière confortable. Toute fois le fond de roulement pris isolément, n'a qu'une signification relative pour déterminer si son niveau est satisfaisant, donc faut le comparer au BFR.

2.2. Equilibre financier à court terme (le besoin en fonds de roulement) : représente le montant qu'une entreprise doit financer afin couvrir le besoin résultant des décalages des flux de trésorerie correspondant aux décaissements (dépenses) et aux encaissements (recettes) liés à son activité.

Tableau N° 8 : Calcul de besoin de fond de roulement.

Unité : DA

	Besoin en fonds de roulement (BFR)	
	2014	2015
BFR = (VE + VR) - DCT	911 425 955,55	186 576 387,36

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Nous constatons un BFR positif, dans ce cas, les emplois d'exploitation de la SGSIA sont supérieurs aux ressources d'exploitation. Ce qui traduit que le niveau des stocks et des créances est supérieur au niveau des dettes d'exploitation parce que la valeur des prestations vendues est supérieure à la valeur des biens consommés.

L'entreprise finance ses besoins à court terme à l'aide de son excédent de ressources à long terme (fond de roulement).

2.3. Equilibre financier immédiat (la trésorerie nette) : est l'ensemble des sommes d'argent mobilisables à court terme (disponibilités). C'est un indicateur de santé financière d'une entreprise puisqu'elle vérifie l'équilibre (ou l'absence d'équilibre) de sa structure financière.

Tableau N° 9 : Calcul de la trésorerie nette.

Unité : DA		
	Trésorerie nette (TN)	
	2014	2015
TN = FR - BFR	7 482 091 615,65	4 027 789 015,14

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

La trésorerie nette de l'entreprise est positive : les ressources financières de l'entreprise sont suffisantes pour couvrir les besoins (FR supérieur au BFR) ce qui signifie que la situation financière de la SGSIA est saine est qu'elle est même en mesure de financer un surcroît de dépenses sans recourir à un emprunt.

L'entreprise a pu couvrir son besoin à court terme par son fond de roulement. Elle a dégagé un excédent de trésorerie qui représentera sa liquidité. On peut alors parler d'une autonomie financière à court terme.

La SGSIA semble saine étant donné qu'elle se trouve en mesure de financer des dépenses nouvelles sans avoir recours à un mode de financement externe. Elle dispose donc de liquidités mobilisables à court terme.

3. Présentation et analyse des soldes intermédiaires de gestion (SIG)

Pour une étude détaillée, présenter les soldes intermédiaires de gestion, permet en complément, de comprendre, par étapes successives la formation du résultat net.

3.1. Présentation des soldes intermédiaires de gestion (SIG)

Tableau N° 10 : Les soldes intermédiaires de gestion (SIG 2014).

Unité : DA

SIG 2014		
Comptes	Charges	Produits
Redevances aéronautiques réglementées		1 401 418 792,00
Redevances aéronautiques non réglementées		598 670 419,00
Redevances domaniales réglementées		339 318 126,00
Prestations commerciales		1 019 645 329,00
Prestations industrielles		42 013 828,00
Production de l'exercice		3 401 066 494,00
Production de l'exercice		3 401 066 494,00
Consommation en provenance des tiers		
Achats Consommés	160 677 789,00	
Services Extérieurs	127 643 651,00	
Autres services Extérieurs	205 103 424,00	
Valeur ajoutée		2 907 641 630,00
Valeur ajoutée		2 907 641 630,00
Frais de personnel	716 937 140,00	
Impôts et taxes et versements assimilés	97 749 957,00	
Excédent Brut d'Exploitation (EBE)		2 092 954 533,00
Excédent Brut d'Exploitation		2 092 954 533,00
Produits d'exploitation		6 563 130,00
Charges d'exploitation	16 284 482,00	
Dotations aux amortissements et aux provisions	988 882 145,00	
Reprise sur amortissements et provisions		68 950 868,00
Résultat d'exploitation hors charges et produits financiers		1 163 301 904,00
Résultat d'exploitation hors charges et produits financiers		1 163 301 904,00
Produits financiers		140 629 009,00
Charges financières	4 903 879,00	
Résultat d'exploitation avec charges et produits financiers(RCAI)		1 299 027 034,00
Résultat courant avant impôts (RCAI)		1 299 027 034,00
Impôts sur les bénéfices et assimilés	320 697 227,00	
Résultat net de l'exercice		978 329 807,00

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Tableau N° 11 : Les soldes intermédiaires de gestion (SIG 2015).

Unité : DA

SIG 2015		
Comptes	Charges	Produits
Redevances aéronautiques réglementées		1 511 789 578,00
Redevances aéronautiques non réglementées		635 132 836,00
Redevances domaniales réglementées		346 947 087,00
Prestations commerciales		1 092 750 270,00
Prestations industrielles		40 100 999,00
Production de l'exercice		3 626 720 770,00
Production de l'exercice		3 626 720 770,00
Consommation en provenance des tiers		
Achats Consommés	170 311 357,00	
Services Extérieurs	126 510 888,00	
Autres services Extérieurs	271 516 553,00	
Valeur ajoutée		3 058 381 972,00
Valeur ajoutée		3 058 381 972,00
Frais de personnel	859 097 214,00	
Impôts et taxes et versements assimilés	164 267 140,00	
Excédent Brut d'Exploitation (EBE)		2 035 017 618,00
Excédent Brut d'Exploitation		2 035 017 618,00
Produits d'exploitation		8 615 046,00
Charges d'exploitation	19 453 378,00	
Dotations aux amortissements et aux provisions	1 057 325 132,00	
Reprise sur amortissements et provisions		348 884 464,00
Résultat d'exploitation hors charges et produits financiers		1 315 738 618,00
Résultat d'exploitation hors charges et produits financiers		1 315 738 618,00
Produits financiers		143 972 565,00
Charges financières	13 222 890,00	
Résultat d'exploitation avec charges et produits financiers (RCAI)		1 446 488 293,00
Résultat courant avant impôts (RCAI)		1 446 488 293,00
Impôts sur les bénéfices et assimilés	322 789 255,00	
Résultat net de l'exercice		1 123 699 038,00

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA

3.2. Analyse des soldes intermédiaires de gestion

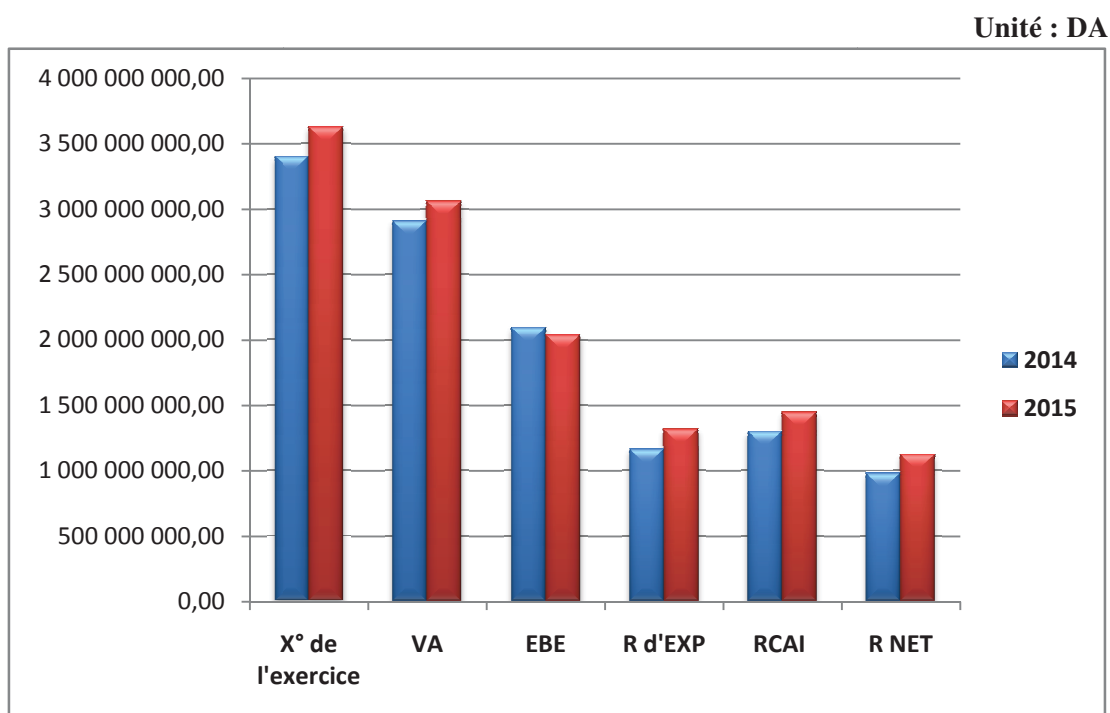
Tableau N° 12 : Evolution des soldes intermédiaires de gestion des deux années 2014/ 2015.

Unité : DA

comptes	2015	2014	Evolution %
X° de l'exercice	3 626 720 770,00	3 401 066 494,00	6,63%
VA	3 058 381 972,00	2 907 641 630,00	5,18%
EBE	2 035 017 618,00	2 092 954 533,00	-2,77%
Résultat d'exploitation	1 315 738 618,00	1 163 301 902,00	13,10%
RCAI	1 446 488 293,00	1 299 027 034,00	11,35%
R.NET	1 123 699 038,00	978 329 805,00	14,86%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Graphes N° 2 : Evolution des soldes intermédiaires de gestion des deux années 2014 et 2015.



Source : Nos regroupements.

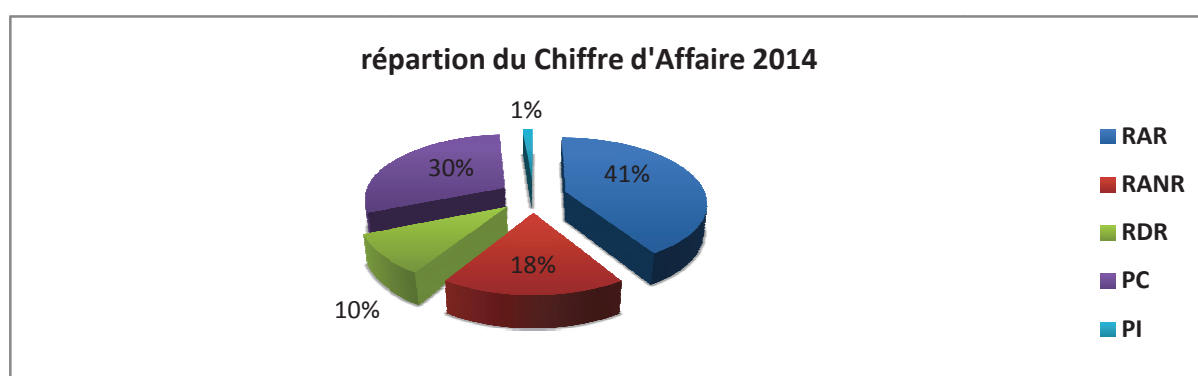
3.2.1. Production de l'exercice : Le premier critère d'appréciation de la performance financière de l'entreprise. Durant ces deux années étudiées 2014 et 2015 la SGSIA a connu une hausse de son chiffre d'affaire, ce dernier constitué en totalité des redevances aéronautiques réglementées (RAR) et de prestations commerciales (PC) a progressé de 6.36%

de l'année 2014 à 2015, ce qu'est remarquable. Cette hausse s'explique par l'augmentation de ces deux éléments principaux du CA.

$$\text{Taux de croissance du CA} = \frac{CA_{2015} + CA_{2014}}{CA_{2014}} = \frac{3626720770 + 3401066494}{3401066494} = 6,63 \%$$

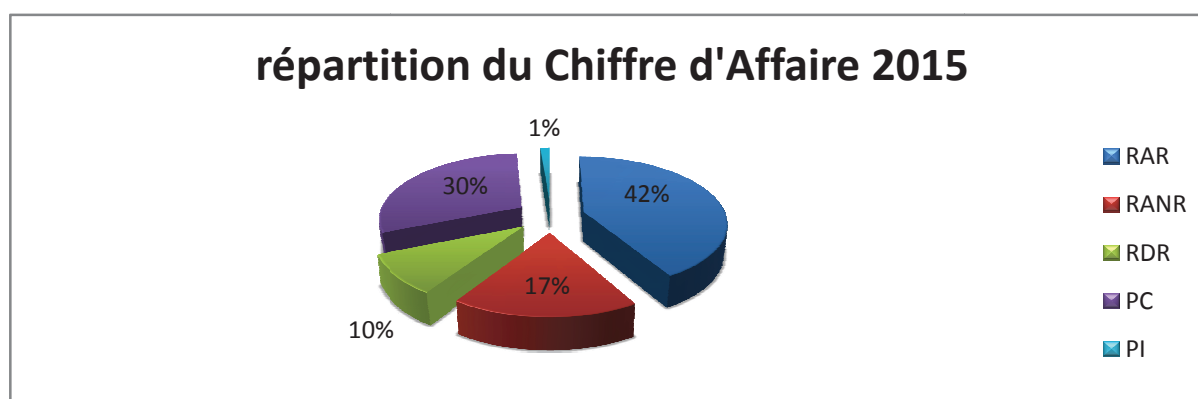
Le graphe ci-dessous représente la répartition du chiffre d'affaires de l'exercice 2014 et notamment celui de 2015.

Graphe N° 3 : Répartition du chiffre d'affaire de l'année 2014.



Source : Nos regroupements.

Graphe N° 4 : Répartition du chiffre d'affaire de l'année 2015.



Source : Nos regroupements.

3.2.2. Valeur ajoutée : Elle correspond à la richesse créée par l'entreprise grâce à son activité. Nous remarquons une évolution positive, la VA a augmenté de 5.18% de l'année 2014 à 2015 qui provient de l'évolution du chiffre d'affaire.

$$\text{Taux de croissance du VA} = \frac{VA_{2015} + VA_{2014}}{VA_{2014}} = \frac{3058381972 + 2907641630}{2907641630} = 5,18 \%$$

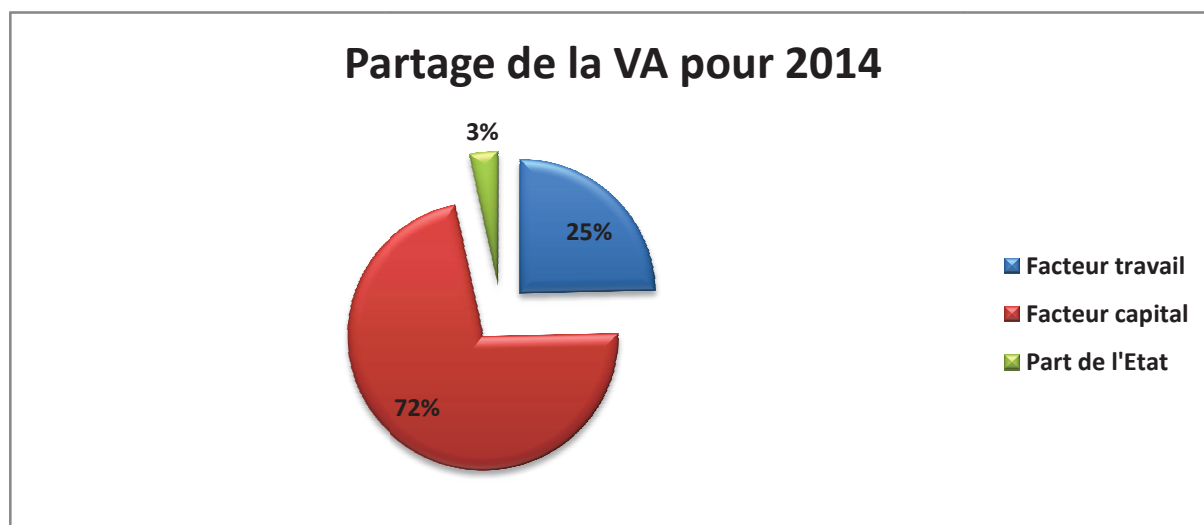
- Partage de la valeur ajoutée : La VA dégagée par la SGSIA est ensuite répartie entre plusieurs agents, avec les ratios suivants on déterminera sur lesquels elle se porte : personnel, entreprise et une part destinée pour l'Etat.

Tableau N° 13 : Tableau de ratios de partage de la valeur ajoutée.

	Unité : DA	
	2014	2015
Frais de personnel	716937140	859097214
Valeur Ajoutée	2907641630	3058381972
Partage VA (Facteur travail)	24,66%	28,09%
EBE	2092954533	2035017618
VA	2907641630	3058381972
Partage VA (Facteur capital)	71,98%	66,54%
Impôts et taxes	97749957	164267140
VA	2907641630	3058381972
Partage VA (Part de l'Etat)	3,36%	5,37%

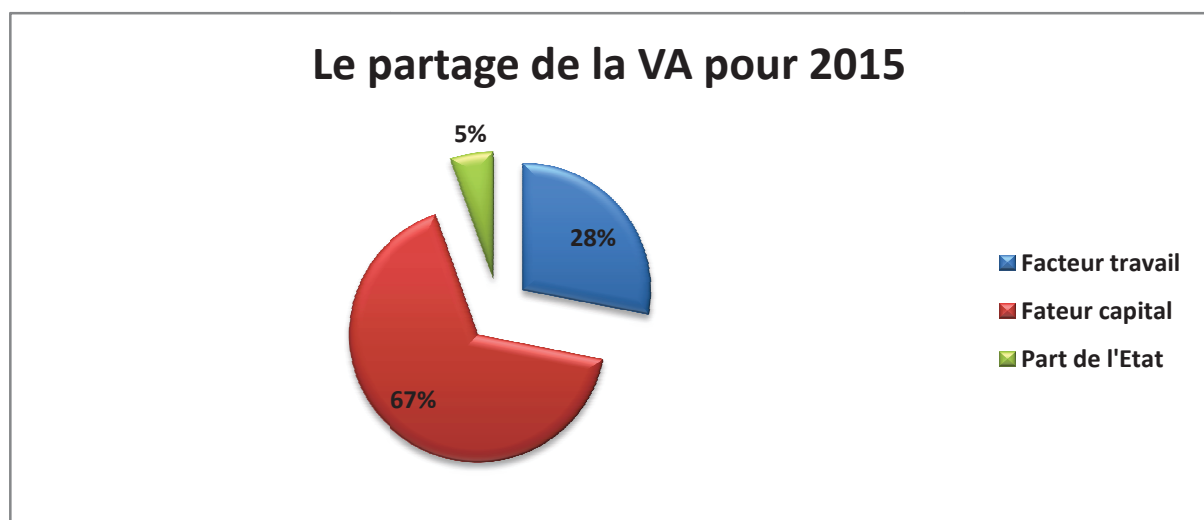
Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Graphe N° 5 : Partage de la VA pour l'année 2014.



Source : Nos regroupements.

Graphe N° 6 : Partage de la VA pour l'année 2015.



Source : Nos regroupements.

La valeur ajoutée est décomposée en trois parts .Une première, inférieure à 6% pour les deux exercices (2014 et 2015), elle est consacrée au paiement des impôts. Ces derniers sont très divers (taxe sur l'activité professionnelle (TAP), taxe domaniale, taxe d'apprentissage, taxe domiciliation ...).

Les deux autres parts de la VA représentent la rémunération des facteurs de production : travail et capital.

Le facteur travail qui représente les ratios de 25% et 28%. Ces derniers indiquent que les salariés reçoivent 25 % de la richesse créée par l'entreprise durant l'année 2014 et 28% de la richesse créée en 2015.

Le facteur capital qui a absorbé la plus grande part de la valeur ajoutée, 72 % pour l'année 2014 et 67 % pour 2015.

Le partage de la valeur ajoutée entre rémunération du travail et du capital est l'un des principaux éléments déterminant la distribution des richesses créées entre la SGSIA et ses salariés.

Enfin, pour conclure, la VA créée par la SGSIA sur les deux années a permis la couverture de la totalité des frais de personnel et des impôts et taxes, ce qui a donné lieu à un excédent brut d'exploitation positif.

3.2.3. L'Excédent Brut d'Exploitation : Malgré l'augmentation de la valeur ajoutée pour l'année 2015, nous constatons une légère baisse de l'excédent brut d'exploitation pour l'exercice de 2015, l'EBE a baissé de 2,76% par rapport à l'année 2014. Ceci est dû à l'augmentation des charges d'exploitation (frais de personnel et notamment les impôts et taxes). Cet indicateur est essentiel car il traduit la richesse générée du seul fait de son exploitation, le cash disponible pour la SGSIA pour faire face au maintien et au développement de son activité et rémunérer les dirigeants.

3.2.4. Le résultat d'exploitation : c'est le fruit de travail fourni par l'entreprise (la rémunération du travail et le capital investis). Il a connu une augmentation positive (+13,10%). Le résultat d'exploitation est à un niveau très élevé, 34.20% du CA en 2014 et de 36.27% en 2015, avec un tel ratio on peut dire que la SGSIA dégage un résultat d'exploitation important.

3.2.5. Le résultat courant avant impôts : Le RCAI est un indicateur utile en interne pour la gestion de l'entreprise. Il est passé de 1 299 027 034 DA en 2014 à 1 446 488 293 DA en 2015, soit une augmentation de 11.35% dû à l'importante augmentation du résultat d'exploitation.

3.2.6. Le résultat net : formé par la différence entre les produits et toutes les charges de l'exercice. Nous constatons que le résultat net est positif durant les deux années. La SGSIA dégage un bénéfice de 978 329 807 DA et 1 123 699 038 DA respectivement pour les années

2014 et 2015 qui sera diffusé au tiers et figurera dans les deux documents comptables: le compte de résultat et le bilan.

4. Calcul de Capacité d'Autofinancement (CAF)

4.1. Calcul de la CAF par la méthode soustractive

Tableau N° 14 : CAF par la méthode soustractive.

Unité : DA		
CAF par la méthode soustractive	2014	2015
EBE	2 092 954 533,00	2 035 017 618,00
Produits d'exploitation	6 563 130,00	8 615 046,00
Charges d'exploitation	- 16 284 482,00	- 19 453 378,00
Produits financiers	140 629 009,00	143 972 565,00
Charges financières	- 4 903 879,00	- 13 222 890,00
Produits exceptionnels	-	-
Charges exceptionnelles	-	-
Participations des salariés	-	-
Impôts sur les bénéfices	- 320 697 227,00	- 322 789 255,00
Capacité d'autofinancement	1 898 261 084,00	1 832 139 706,00

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

4.2. Calcul de la CAF par la méthode additive

Tableau N° 15 : CAF par la méthode additive.

Unité : DA		
CAF par la méthode additive	2014	2015
Résultat net de l'exercice	978 329 805,00	1 123 699 038,00
Dotations aux amortissements et provisions	988 882 145,00	1 057 325 132,00
Reprise sur amortissements et provisions	- 68 950 868,00	- 348 884 464,00
Valeur comptable des éléments d'actifs cédés	-	-
Produits de cessions des éléments d'actifs cédés	-	-
Quote-part des subventions d'investissement virée au résultat	-	-
Capacité d'autofinancement	1 898 261 084,00	1 832 139 706,00

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Le calcul de la capacité d'autofinancement nous a permis de déterminer le montant de la trésorerie potentielle qui est générée par la SGSIA dans le cadre de son activité.

Nous constatons que la CAF est positive pour les deux années, cela signifie que la SGSIA a réalisé des bénéfices d'exploitation même si tous ses bénéfices d'exploitation ne sont pas encore encaissés : c'est une trésorerie potentielle. Elle sert à investir, rembourser un financement ou payer des dividendes. Pour cela on peut dire que l'entreprise est dans une situation agréable.

Nous essayons dans ce qui suit d'approfondir notre analyse par l'étude de quelques ratios jugés significatifs.

Section 3 : Analyse de l'activité et de la rentabilité de la SGSIA par les ratios

Dans cette section, nous tenterons de calculer une série de ratios financiers qui vont nous permettre d'évaluer le rendement de la SGSIA et de mesurer certains facteurs comme la rentabilité, la solvabilité et la liquidité de l'entreprise.

1. Ratios de structure

- Ratio de vocation de l'entreprise

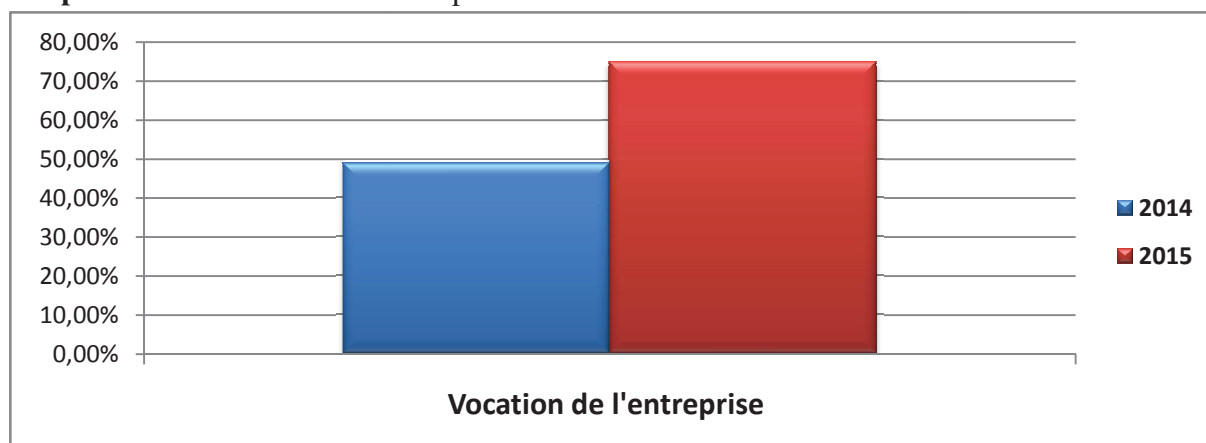
$$\text{Vocation de l'entreprise} = \frac{\text{Valeurs immobilisées}}{\sum \text{Emplois}} \times 100$$

Tableau N° 16 : Ratio de vocation de l'entreprise.

Unité : DA

Désignation	2014	2015	%
VI	9 157 030 141,27	20 071 272 772,72	
Σ Emplois	18 738 763 135,00	26 798 442 903,34	
Vocation de l'entreprise	48,87%	74,90%	53,26%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Graph N° 7 : Vocation de l'entreprise.

Source : Nos regroupements.

D'après nos calculs, l'entreprise enregistre une hausse de 53,26% de ses VI en 2015 par rapport à l'année 2014. Cette augmentation est justifiée, d'une part par la hausse des immobilisations financières en 2015, qui sont passées de 21 497,50 DA à 4 000 021 497,50 DA et d'autre part par la hausse des immobilisations encours qui étaient d'un montant de 179 829 923.73 DA en 2014 et qui sont passées à 7 656 421 490.51 DA en 2015.

- **Ratio de valeur d'exploitation (VE)**

$$Valeurs d'exploitation = \frac{Valeurs d'exploitation}{\sum Emplois} \times 100$$

Tableau N° 17 : Ratio de valeur d'exploitation.

Unité : DA

Désignation	2014	2015	%
VE	96 917 125,60	116 554 210,16	
Σ Emplois	18 738 763 135,00	26 798 442 903,34	
Valeurs d'exploitation	0,52%	0,43%	-17,31%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Pour les deux années (2014 et 2015), nous remarquons que le ratio des VE est insignifiant, il ne dépasse pas les 1% car la SGSIA est une entreprise prestataire de services.

- **Ratio de valeurs réalisables (VR)**

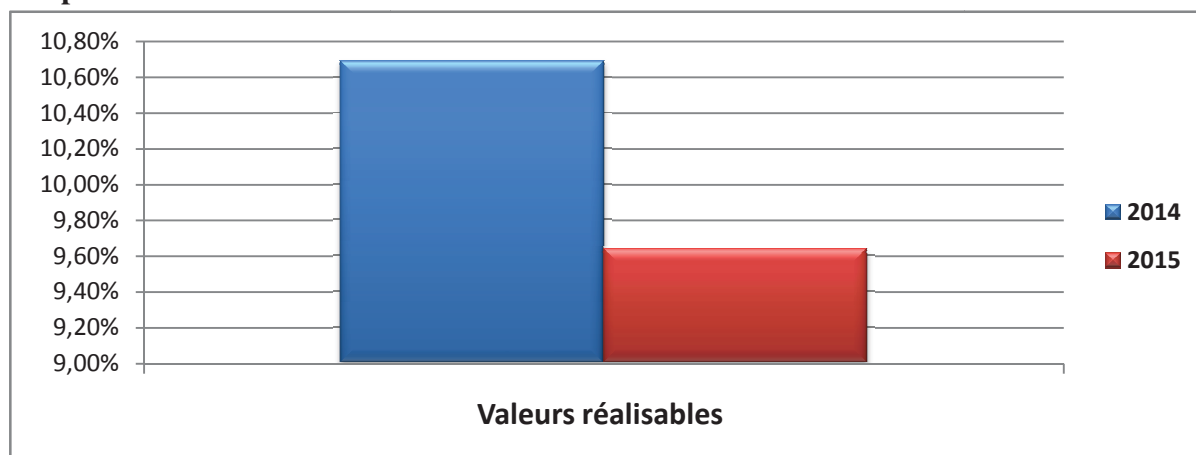
$$\text{Valeurs réalisables} = \frac{\text{Valeurs réalisables}}{\sum \text{Emplois}} \times 100$$

Tableau N° 18 : Ratio de valeurs réalisables.

Unité : DA			
Désignation	2014	2015	%
VR	2 002 724 252,60	2 582 826 905,32	
Σ Emplois	18 738 763 135,00	26 798 442 903,34	
Valeurs réalisables	10,69%	9,64%	-9,82%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Graphe N° 8 : Ratio de valeurs réalisables.



Source : Nos regroupements.

Les valeurs réalisables représentent 10,69% de total de l'actif en 2014 et 9,64% en 2015 .Nous constatons qu'elles sont relativement stables durant les deux années.

- **Ratio de gestion de trésorerie**

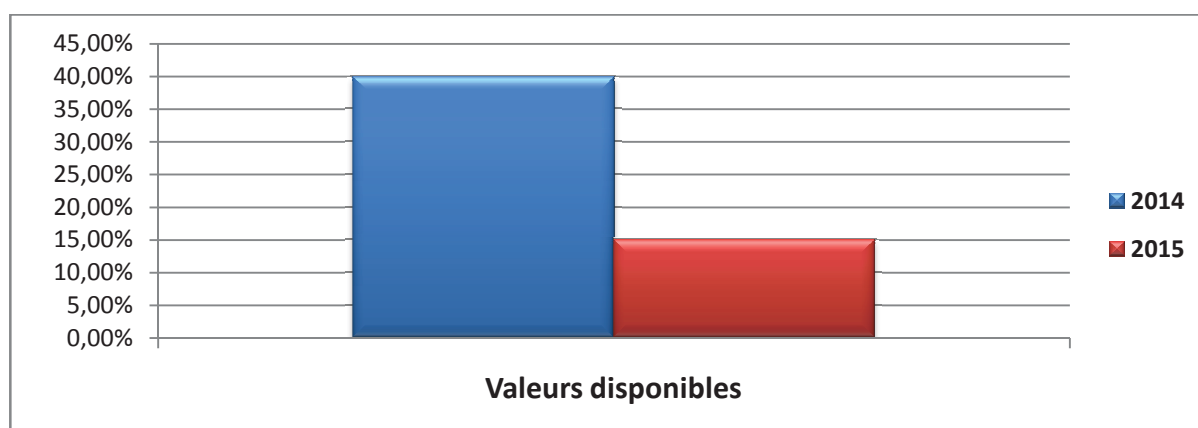
$$\text{Gestion de la trésorerie} = \frac{\text{Valeurs disponibles}}{\sum \text{Emplois}} \times 100$$

Tableau N° 19 : Ratio de gestion de trésorerie.

Unité : DA			
Désignation	2014	2015	%
VD	7 482 091 615,65	4 027 789 015,14	
Σ Emplois	18 738 763 135,00	26 798 442 903,34	
Gestion de la trésorerie	39,93%	15,03%	-62,36%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Graphe N° 9 : Ratio de gestion de trésorerie.



Source : Nos regroupements.

Pour les deux années nous constatons que le ratio VD a dépassé largement les 5% du total des emplois, ce qui signifie une mauvaise gestion de sa liquidité, l'argent de l'entreprise est non fructifié, cependant pour l'année 2015, la SGSIA a enregistré une baisse plus de la moitié (62,35%) de sa trésorerie. Cette baisse se justifie par un reclassement du compte « placements et autres actifs financiers courants » de 4 000 000 000 DA en actif non courant.

- Ratio d'autonomie financière

$$\text{Autonomie financière} = \frac{\text{Capitaux Propres}}{\sum \text{Ressources}} \times 100$$

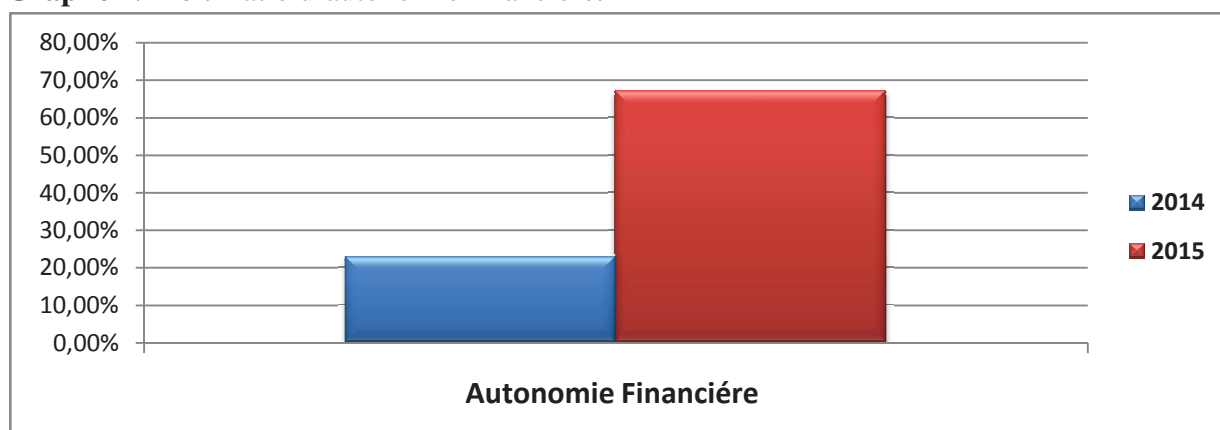
Tableau N° 20 : Ratio d'autonomie financière.

Unité : DA

Désignation	2014	2015
Capitaux Propres	4 286 384 244,17	18 016 370 542,60
Σ Ressources	18 738 763 135,00	26 798 442 903,34
Autonomie financière	22,87%	67,23%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Graphe N° 10 : Ratio d'autonomie financière.



Source : Nos regroupements.

Ce ratio doit être au moins égal à 50%. Durant l'année 2014, nous remarquons que la SGSIA dispose de 22,87% de la totalité des emplois comme fonds propres, ceci est insuffisant pour l'entreprise, autrement dit, elle a une faible capacité d'endettement. Pour l'exercice suivant, la SGSIA a enregistré 67,23% de fonds propres, cela signifie qu'elle dispose d'une autonomie financière, c'est-à-dire l'entreprise est indépendante financièrement pour financer ses activités. Cette variation à la hausse trouve son origine dans l'affectation d'une part du montant « dettes rattachées à des participations », soit 12 606 287 260,22 DA aux fonds propres.

- **Capacité d'endettement**

$$\text{Capacité d'endettement} = \frac{\text{Capitaux propres}}{\text{DLMT}} \times 100$$

Tableau N° 21 : Ratio de capacité d'endettement.

Unité : DA

Désignation	2014	2015
Capitaux propres	4 286 384 244,17	18 016 370 542,60
DLMT	13 264 163 468,30	6 269 267 632,62
Capacité d'endettement	32,32%	287,38%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA

Nous remarquons qu'en 2014 la SGSIA a enregistré un faible ratio de 32,32%, vu que ce ratio est largement inférieur à 50 %, cela signifie que les DLMT dépassent largement les fonds propres. Par contre, pour l'année 2015 l'entreprise dispose d'une forte capacité d'endettement puisque le ratio de 287,38% est largement supérieur à 100%. Cela veut dire que la SGSIA a réussi à couvrir ses dettes financières uniquement par ses fonds propres ce qui fait qu'elle dispose d'une réelle autonomie financière. Et ce, grâce à l'importance des fonds propres, qui trouve son origine dans l'affectation des « dettes rattachées à des participations » à ce compte concerné.

- **La solvabilité générale (long terme):**

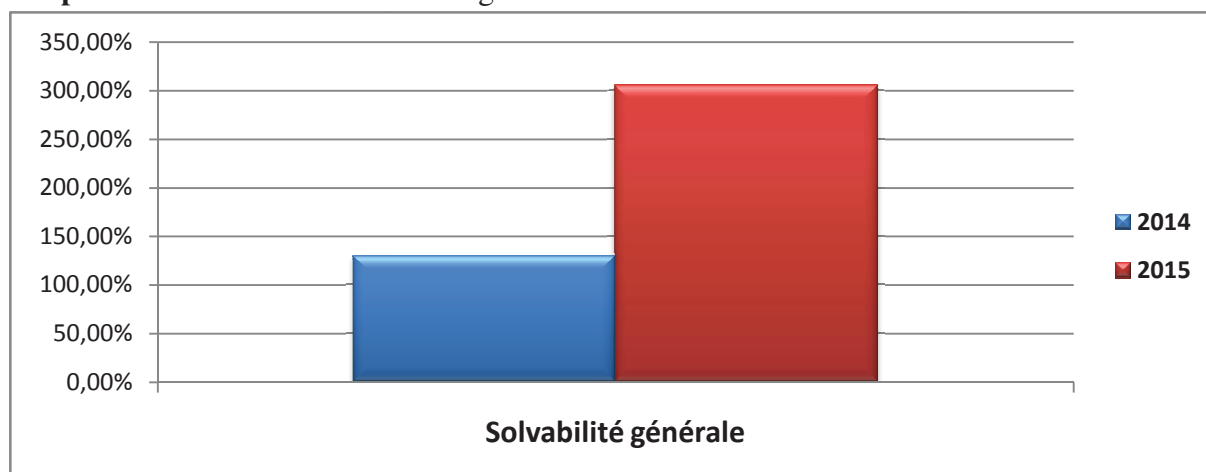
$$\text{Solvabilité générale} = \frac{\sum \text{Acifs}}{\sum \text{Dettes}} \times 100$$

Tableau N° 22 : Ratio de solvabilité générale.

Unité : DA

Désignation	2014	2015
Σ Actif	18 738 763 135,00	26 798 442 903,34
DLMT (1)	13 264 163 468,30	6 269 267 632,62
+DCT (2)	1 188 215 422,53	2 512 804 728,12
Σ Dettes = (1) + (2)	14 452 378 890,83	8 782 072 360,74
Solvabilité générale	129,66%	305,15%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Graph N° 11 : Ratio de solvabilité générale.

Source : Nos regroupements.

Nous constatons sur les deux exercices (2014 et 2015) que ce ratio est largement supérieur à 100%, cela explique qu'il y'a une bonne sécurité générale pour les tiers. Donc, la SGSIA est solvable c'est-à-dire qu'elle peut vendre l'ensemble de ses actifs pour faire face à l'ensemble de ses dettes, en cas de liquidation (dissolution)

- **Ratio d'indépendance financière**

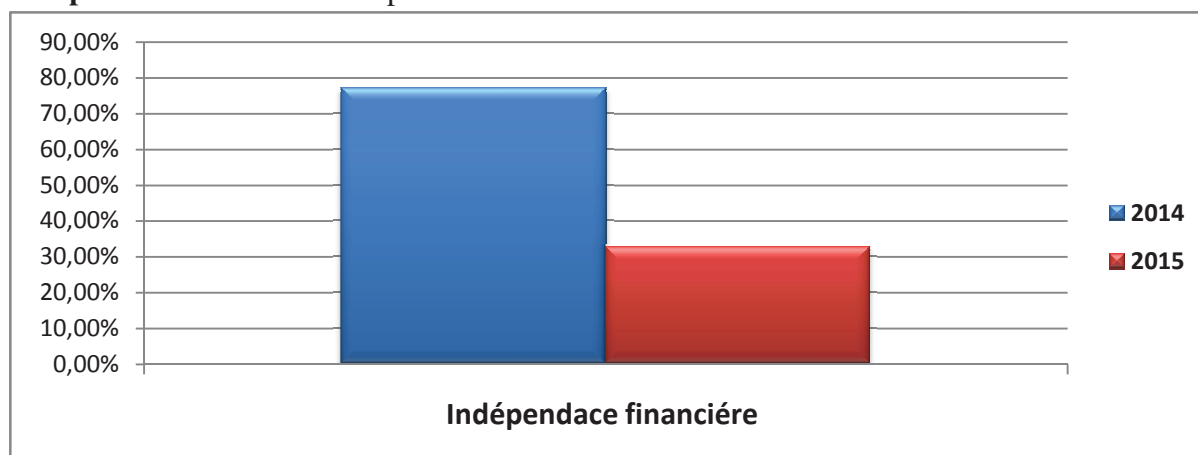
$$\text{Indépendance financière} = \frac{\sum \text{Dettes}}{\sum \text{Bilan}} \times 100$$

Tableau N° 23 : Ratio d'indépendance financière.

Unité : DA

Désignation	2014	2015
Σ Dettes	14 452 378 890,83	8 782 072 360,74
Σ Bilan	18 738 763 135,00	26 798 442 903,34
Indépendance financière	77,13%	32,77%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Graph N° 12 : Ratio d'indépendance financière

Source : Nos regroupements.

Nous constatons qu'en 2014 la SGSIA est dépendante financièrement car elle dispose d'un ratio de 77,13%. Alors qu'en 2015, nous remarquons une baisse de 44,46% soit un ratio de 32,77% dû à deux raisons :

- la diminution des DLMT de 13 264 163 468,30 DA à 6 269 267 632,62 DA soit la moitié du montant.
- La SGSIA a bénéficié d'un apport de la part de l'Etat d'une valeur de 12 606 287 260,22 DA. Cet apport renvoie aux « dettes rattachées à des participations » affectées aux fonds propres.

- **Ratio de financement des emplois stables.**

$$\text{Financement des emplois stables} = \frac{\text{Capitaux Permanents}}{\text{VI}} \times 100$$

Tableau N° 24 : Ratio de financement des emplois stables.

Unité : DA.

Désignation	2014	2015
Capitaux permanents	17 550 547 712,47	24 285 638 175,22
VI	9 157 030 141,27	20 071 272 772,72
Financement des emplois stables	191,66%	121,00%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Ce ratio doit être au moins égale à 1 (100%). Nous constatons qu'il est largement supérieur à 100% pour les deux exercices, cela signifie que les ressources stables de la SGSIA lui permettent de dégager un excédent de liquidité qui pourra servir à financer son BFR.

- **Capacité de remboursement**

$$\text{Capacité de remboursement} = \frac{\text{Dettes financières}}{\text{CAF}} \times 100$$

Tableau N°25 : Ratio de capacité de remboursement.

Unité : DA.

Désignation	2014	2015
Dettes financières	13 264 163 468,00	6 269 267 633,00
CAF	1 898 261 084,00	1 832 139 706,00
Capacité de remboursement	698,75%	342,18%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Ce ratio est supérieur à 3, il donne un mauvais signal, la SGSIA supporte un endettement trop lourd compte tenu de la rentabilité qu'elle génère. Pour ceci il y a un risque que les banques refuseront de lui consentir un nouveau prêt au futur.

2. Ratios de liquidité

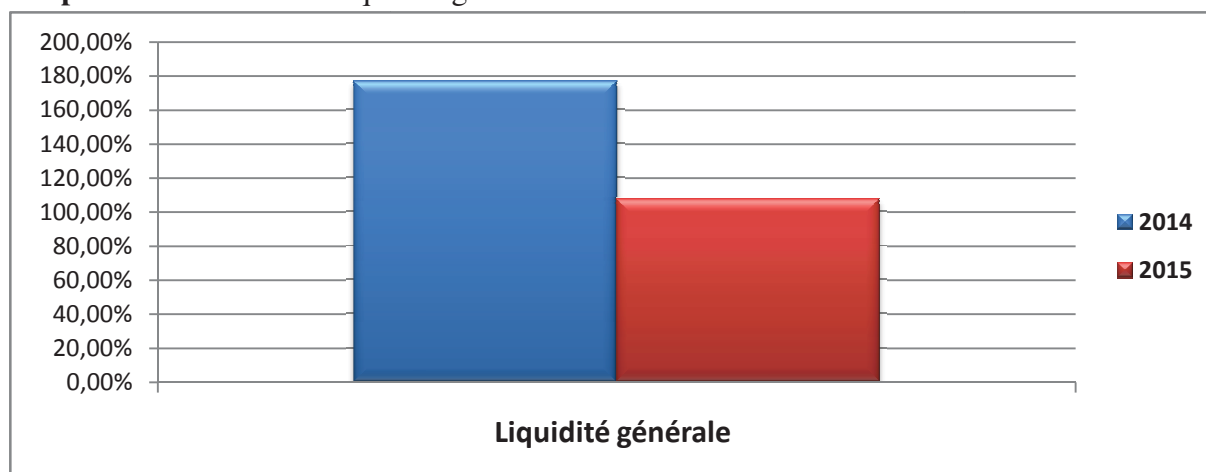
$$\text{Liquidité générale} = \frac{\text{Actif Circulant}}{\text{DCT}} \times 100$$

Tableau N° 26 : Ratio de liquidité générale.

Unité : DA.

Désignation	2014	2015
Actif circulant	2 099 641 378,08	2 699 381 115,48
DCT	1 188 215 422,53	2 512 804 728,12
Liquidité générale	176,71%	107,43%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Graphe N° 13 : Ratio de liquidité générale.

Source : Nos regroupements.

Pour les deux années ce ratio est resté supérieur à 100%.Ce qui veut dire que l'entreprise dispose d'une liquidité suffisante pour faire face à ses créanciers à court terme.

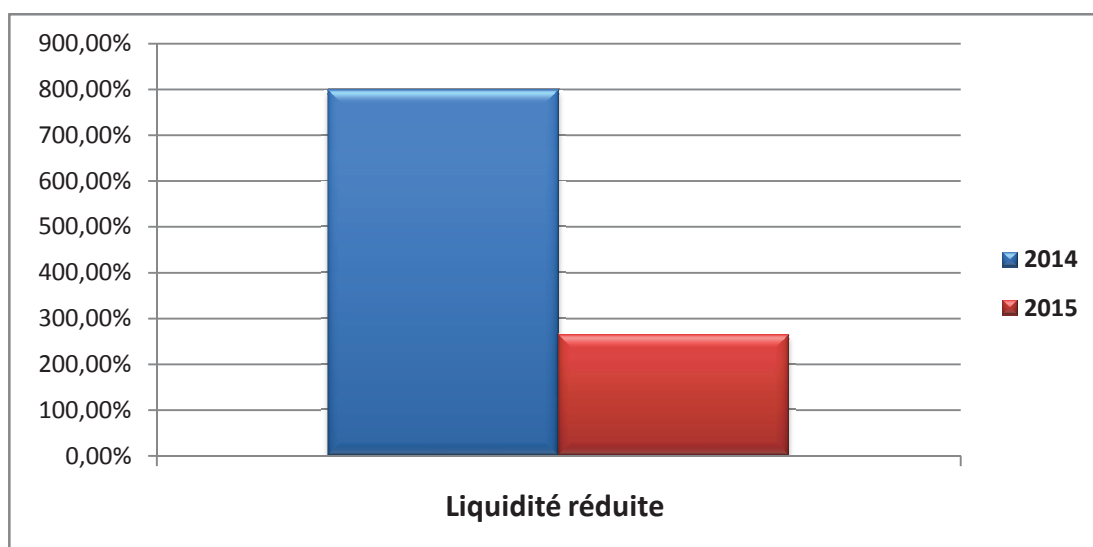
$$\text{Liquidité réduite} = \frac{\text{Créances} + \text{Disponibilités}}{\text{DCT}} \times 100$$

Tableau N° 27 : Ratio de liquidité réduite.

Unité : DA		
Désignation	2014	2015
VR	2 002 724 252,48	2 582 826 905,32
VD	7 482 091 615,65	4 027 789 015,14
VD+VR	9 484 815 868,13	6 610 615 920,46
DCT	1 188 215 422,53	2 512 804 728,12
Liquidité réduite	798,24%	263,08%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Graphe N° 14 : Ratio de liquidité réduite.



Source : Nos regroupements.

Ce ratio exprime la liquidité de l'entreprise en excluant les stocks. Nous remarquons qu'il dépasse largement les 100%. Cela indique que les actifs à court terme sont supérieurs aux passifs à court terme et que la SGSIA est capable de payer ses DCT sans écouler ses stocks.

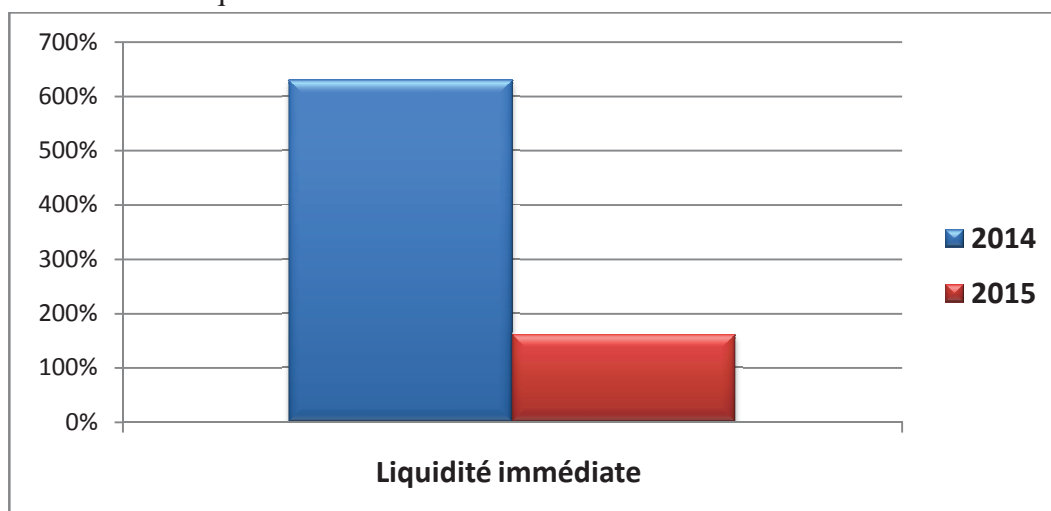
$$\text{Liquidité immédiate} = \frac{VD}{DCT} \times 100$$

Tableau N° 28 : Ratio de liquidité immédiate.

Unité : DA

Désignation	2014	2015
VD	7 482 091 615,65	4 027 789 015,14
DCT	1 188 215 422,53	2 512 804 728,12
Liquidité immédiate	629,69%	160,29%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Graph N° 15 : Ratio de liquidité immédiate.

Source : Nos regroupements.

Ce ratio est largement supérieur à 100 % pour les deux années. Ce ratio mesure la capacité de l'entreprise à payer ses dettes à court terme en utilisant uniquement ses disponibilités. Nous constatons sur les deux exercices que la SGSIA arrive à rembourser ses fournisseurs uniquement par ses disponibilités.

3. Ratios de rentabilité

Rentabilité économique et rentabilité financière

3.1. Rentabilité économique

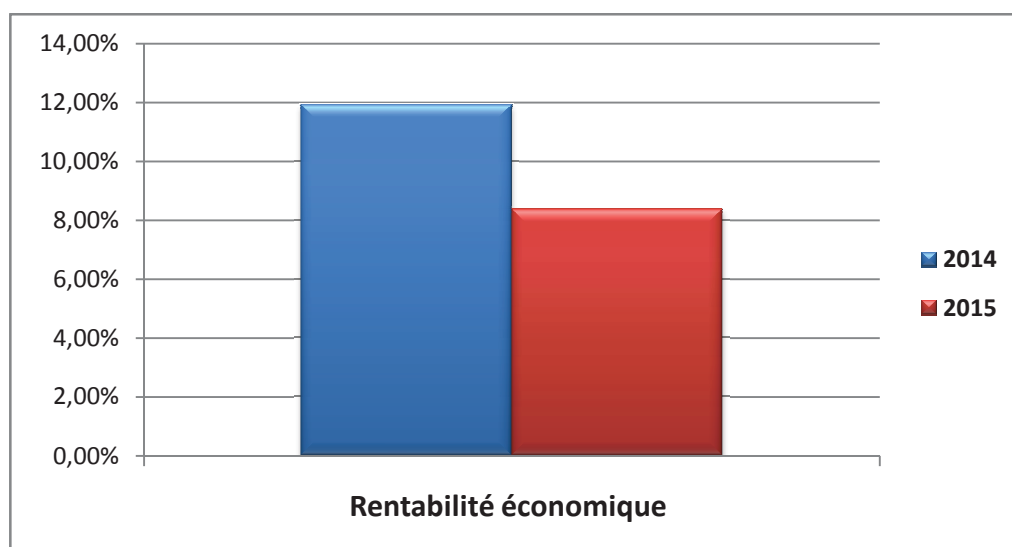
$$\text{Rentabilité économique} = \frac{\text{Résultat d'exploitation}}{CP + DLMT} \times 100$$

Tableau N° 29 : Ratio de rentabilité économique.

Unité : DA

Désignation	2014	2015
Résultat d'exploitation	1 163 301 902,00	1 315 738 618,00
Capitaux propres + DLMT	17 550 547 712,47	24 285 638 175,22
Rentabilité économique	6,63%	5,42%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Graphe N° 16 : Ratio rentabilité économique.

Source : Nos regroupements.

La rentabilité économique exprime la capacité des capitaux investis à générer un bénéfice appréciable, sa valeur est de 6,63% en 2014 et de 5,42% en 2015. Nous constatons que la SGSIA arrive à rentabiliser les fonds apportés par les associés. L'entreprise a réalisé une rentabilité économique positive.

Nous remarquons aussi une baisse de 18 % entre les deux exercices étudiés due au financement du nouveau projet lancé par l'entreprise (nouvelle aéro-gare).

3.2. Rentabilité financière

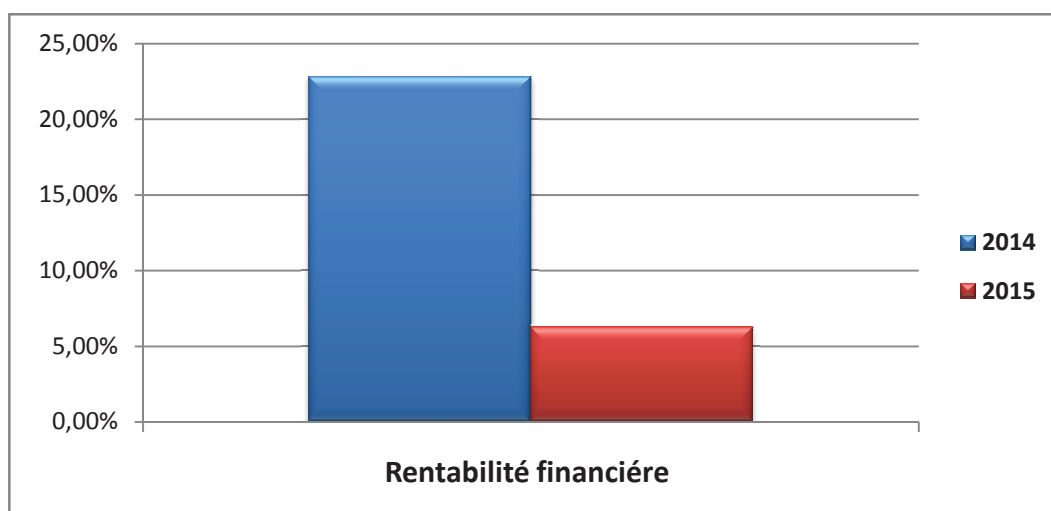
$$\text{Rentabilité financière} = \frac{\text{Résultat Net}}{\text{Capitaux Propres}} \times 100$$

Tableau N° 30 : Ratio de rentabilité financière

Unité : DA

Désignation	2014	2015
Résultat net	978 329 805,00	1 123 699 038,00
Capitaux Propres	4 286 384 244,17	18 016 370 542,60
Rentabilité financière	22,82%	6,24%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Graph N° 17 : Ratio de rentabilité financière.

Source : Nos regroupements.

C'est la somme que les actionnaires pensent retirer pour tout dinar investi dans le capital de la société. La rentabilité financière mesure la capacité de l'entreprise à rémunérer ses actionnaires. Nous constatons qu'elle est positive pour les deux années. Nous remarquons qu'elle a diminué jusqu'à 6.42% en 2015 alors qu'elle était à 22,82% en 2014. Cette baisse est due à l'augmentation des fonds propres plus exactement sur le fait que la SGSIA a bénéficié d'un apport de 12 606 287 260,22 DA, reflétant l'affectation du compte « dettes rattachées à des participations » aux fonds propres.

3.3. Marge nette et marge brute

- La marge brute permet de mesurer si l'activité de l'entreprise peut dégager un bénéfice ou pas.

$$\text{marge brute} = \frac{EBE}{CA}$$

Tableau N° 31 : Ratio de marge brute.

Désignation	2014	2015
EBE	2092954533	2035017618
CA	3401066494	3626720770
Marge brute	61,54%	56,11%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

Le ratio est positif pour les deux années 2014 et 2015. Mais il y a lieu de constater une baisse 8%, cela est dû à l'augmentation des charges d'exploitation pour l'année 2015.

- La marge nette correspond au ratio entre le résultat net de la société durant un exercice comptable et son chiffre d'affaires pendant la même période. Cet indicateur permet d'évaluer le résultat net réalisé par une entreprise à chaque fois qu'elle vend un produit ou un service.

$$\text{Marge nette} = \frac{\text{Résultat NET}}{\text{Chiffre d'affaire}}$$

Tableau N° 32 : Ratio de marge nette.

Unité : DA

Désignation	2014	2015
R NET	978329805	1123699038
CA	3401066494	3626720770
Marge nette	28,77%	30,98%

Source : Nos regroupements d'après les états financiers de la SGSIA-SPA.

On constate que le ratio est positif, il se situe entre 30 % pour les deux années étudiées, cela signifie que la SGSIA a la capacité de dégager un profit considérable grâce à son activité.

4. Qu'en est-il de la SGSIA

Nous avons constatés que la **SGSIA** mesure sa performance par des indicateurs comptables et notamment des indicateurs de marge. Ces indicateurs sont très utiles pour les opérationnels mais leurs inconvénients est qu'ils écartent la dimension des ressources et l'exposition au risque, de plus ce sont des indicateurs basés sur l'information comptable.

A travers nos calculs, nous constatons que la rentabilité économique de la SGSIA ainsi que sa rentabilité financière sont positives durant les deux années .L'entreprise dégager aussi un résultat d'exploitation très élevé et un résultat net positif .Mais, comme il a été précisé dans la partie théorique de notre travail, une entreprise est performante lorsque la comparaison entre les ratios de rentabilité économique ainsi que financière au coût du capital, révèle une importante couverture de ses rentabilités par rapport aux coût des ressources. Ceci indique une large compensation du coût du capital.

Le coût du capital dit le coût de financement représente le coût des principales sources de financement (Dettes financières / Capitaux propres.)

Comme nous l'avons expliqué dans la partie théorique, pour la détermination du coût du capital, il suffit d'évaluer successivement les coûts des capitaux propres et dettes financières, puis les pondérer en fonction de la structure de financement. Ceci peut être illustré comme suit :

$$\text{Coût du capital} = \text{coût des fonds propres} \times \frac{\text{F.P}}{\text{FP}+\text{DF}} + \text{coût des dettes} \frac{\text{DF}}{\text{FP}+\text{DF}}$$

Le coût du capital représente la rentabilité minimum que doit réaliser la SGSIA en investissant ses fonds mis à sa disposition (L'actionnaire majoritaire qu'est l'Etat (EGSA) n'exige pas un taux de rentabilité).

Coût du capital appelé aussi cout moyen pondéré du capital donné par la relation :

$$\text{CMPC} = K_{cp} \times \frac{\text{CP}}{\text{CP}+\text{DF}} + K_d (1-\text{Ibs}) \frac{\text{DF}}{\text{CP}+\text{DF}}$$

- CMPC : Coût moyen pondéré du capital
- K_{cp} : coût des capitaux propres
- K_d : coût des dettes
- CP : Capitaux propres
- DF : Dettes financières
- Ibs : Taux d'impôt sur les bénéfices des sociétés

Etant donné que la SGSIA ne calcul pas le cout des ressources nous ne pouvons pas porter un jugement direct sur sa performance financière.

La notion de la performance financière est limitée directement à la rentabilité économique, ça reste une insuffisance pour l'entreprise car sa performance financière est réduite aux simples ratios de rentabilité économique et financière.

De plus, nous avons constaté que les décisions stratégiques de la SGSIA relèvent de la prérogative de la direction générale de l'entreprise.

De ce qui précède, nous proposons à cette entreprise, de calculer le cout réel de ses ressources à fin de déterminer sa capacité à créer de la valeur (richesse). Laquelle n'est pas limitée à la rentabilité financière. Ainsi est confirmée la deuxième hypothèse de notre recherche, selon laquelle la société de gestion des services et infrastructures aéroportuaires se contente seulement de la performance financière comme un indicateur de création de valeur. Par contre la première hypothèse, n'est pas vérifiée selon notre étude de cas.

Conclusion

A travers ce dernier chapitre qui traite de l'étude de la performance financière de la société de gestion des services et infrastructures aéroportuaires. Nous avons constaté que cette dernière présente une bonne santé financière avec des résultats positifs pour les deux années étudiés (2014 et 2015).

De cette analyse, il ressort que la SGSIA a atteint son équilibre financier durant les deux exercices, ou elle réalise une trésorerie positive, ce qui signifie que l'entreprise est saine étant donné qu'elle se trouve en mesure de financer des dépenses nouvelles sans avoir recours à un mode de financement externe.

De plus, après avoir calculé les différents ratios jugés significatifs (solvabilité, liquidité), nous avons constaté que l'entreprise est dans une situation agréable et qu'elle dispose d'une réelle autonomie financière.

Ensuite, nous avons analysé les ratios de rentabilités économiques et financières qui nous ont permis de constater que la SGSIA réalise des résultats positifs. Toute fois, si nous tenons compte des développements théoriques, selon lequel y'a création de valeur, si la rentabilité exigé par les actionnaires (coût du capital) est supérieur à la rentabilité financière. Puisque l'entreprise ne calcule pas son coût du capital et les actionnaires n'exigent pas un taux de rentabilité, nous ne pouvons pas porter un jugement direct sur sa performance financière.

Cela reste insuffisant pour dire que la SGSIA est performante financièrement.

A cet effet, nous recommandons à la SGSIA de prendre en considération dans son analyse financière le coût de ses ressources, pour pouvoir porter un jugement réel sur sa performance financière.

-Conclusion Générale-

Conclusion générale

Notre propos tout au long de ce travail de recherche a été d'apporter un éclairage sur la notion de création de valeur en tant qu'approche d'évaluation de la performance financière des entreprises. Et, de démontrer dans quelle mesure cette approche est devenue indispensable dans la gestion des entités.

Ainsi nos poursuites ont été justifiées par le développement de la création de valeur laquelle est devenu enjeu majeur dans la détermination de la performance au sein des grandes entreprises. D'où la question principale dont nous avons essayé de répondre au cours de notre travail qui est la suivante : peut-on assimiler la création de valeur au simple fait que l'entreprise soit performante financièrement ?

Pour répondre à cette problématique nous avons essayé de proposer deux hypothèses, qui nous aideront à apporter des éléments de réponses à la problématique. Pour vérifier ces hypothèses nous avons divisé notre travail en quatre chapitres.

En effet, l'objet du premier chapitre, était d'étudier les principaux indicateurs de performance financière, ainsi l'étude a porté sur le principe de leurs calculs et sur les limites que comporte à l'origine tout système comptable. Ce dernier ne donne pas forcément la situation financière réelle de l'entreprise, ne prend pas en considération le coût des ressources et il écarte l'exposition au risque.

Nous avons démontré que l'estimation du coût de la rentabilité des capitaux investis est considérée comme un outil indispensable de mesure de la richesse créée par l'entreprise. A cet effet, l'orientation des analystes financiers vers de nouveaux indicateurs pour l'évaluation de l'aptitude d'une entreprise à créer de la valeur ont eu leur succès dans la communication financière des entreprises, à savoir, l'EVA et la prise en compte du coût des capitaux.

Toutefois, il existe une multitude de facteurs qui peuvent influencer cette valeur créée. Il s'agit entre autre de la séparation entre les fonctions de la propriété et de contrôle, tenant compte des conséquences de cette séparation, à savoir la divergence d'intérêt entre les parties prenantes de l'entreprise (actionnaires / dirigeants) et le comportement opportuniste du dirigeant. Nous avons expliqué que malgré cette divergence d'intérêts entre le dirigeant et le principal, une bonne gouvernance incite les dirigeants et les actionnaires à se converger vers l'objectif de création de valeur. L'impact positif de cette gouvernance a permis de réduire les

coûts d'agence résultant de cette divergence d'intérêt et ceci par l'instauration des mécanismes qui régissent la conduite des dirigeants.

Pour répondre à notre problématique, une illustration des développements théoriques à travers une étude empirique était indispensable.

Nous constatons que la SGSIA ne calcule pas le coût de ses ressources. En d'autres termes, cette entreprise ne s'appuie pas sur le coût du capital et tient compte simplement de ses rentabilités économiques et financières. Pour se faire, nous pouvons dire que la SGSIA n'étudie pas sa performance sous l'angle de la création de valeur. Confirmant ainsi la deuxième hypothèse de notre recherche, l'entreprise se contente uniquement de sa performance financière comme indicateur de création de valeur (richesse).

Au terme de notre mémoire, nous pouvons conclure que la création de valeur ne peut être assimilée au simple fait que l'entreprise est performante financièrement.

A l'appui des résultats de notre étude, nous tenterons de suggérer à l'entreprise de prendre en considération le coût du capital dans l'analyse de sa performance financière. Toutefois, l'analyse comptable a pour travers de se limiter au coût de la dette, pourtant les fonds propres ne sont pas gratuits. Ignorer leur rémunération donne par conséquent, une image trompeuse des performances réelles de l'entreprise.

Cette insuffisance peut constituer une nouvelle piste de recherche à développer dans l'avenir.

-Bibliographie -

Ouvrages :

- ACHYves Alain, « Finance d'entreprise ; du diagnostic à la création de valeur », édition Hachette, Paris, 2004.
- ALBOUY Michel, « Décisions financières et création de valeur », Economica, Paris, 2003.
- BESANÇON Pierre, « Valorisation d'Entreprise », édition D'organisation, Paris, 2004.
- BOGLIOLO Felix, «Améliorez votre performance économique ! Tout ce que vous avez toujours voulu savoir sur la création de valeur sans jamais oser la demander», Edition d'organisation, 2000.
- BOUQUIN Henri, «le contrôle de gestion», 8eme Edition, presse universitaire de France, Paris, 2008.
- BRENNMANN, S. SEPARI, «Economie d'entreprise», Economica, Paris, 2001.
- CABY .J, G.HIRIGOYEN, « Création de valeur et Gouvernement d'entreprise », Economica, Paris, 2005.
- COPLAND .T, T.KOLLER, J.MURRIN, « La stratégie de la valeur », D'organisation, Paris, 2002.
- CHARREAUX Gerard, « La théorie positive de l'agence : positionnement et apports », Edition Broché, 1999.
- DE LA BRUSLERIE, Hubert« analyse financière», 4^{eme} Edition, Dunod, Paris, 2006.
- DEFFAINS-CRAPSKY Catherine,«comptabilité générale», 5° Edition, 1 rue de Rome,2009.
- DELHAYE Jacqueline, «finance d'entreprise», Edition Dunod , Paris, 2016.
- DEMSETZ Harold, « l'économie de la firme, Sept commentaires critiques », édition Broché, 1998.
- EBONDON WA MANDZILA Eustache,« la gouvernance de l'entreprise »,L'Harmattan, Paris, 2005.

- HUTIN Hervé, « toute la finance », Edition d'organisations, Paris, 2009.
- GRANDGUILLOT Béatrice et Francis, « Analyse financière », 4^e Edition, 2007.
- LEGROS Georges, « finance d'entreprise », Dunod, Paris, 2010.
- LEROY Frédéric, « les stratégies de l'entreprise », 3^e Edition, Dunod, Paris, 2008.
- NYAHOHO Emmanuel, « Finances Internationales: Théorie, Politique et Pratique », 2^e édition, 2002.
- PARRAT .F, « Le gouvernement d'entreprise », Ed. Maxima, Paris, 1999.
- PAUCHER Pierre, « Mesure de la performance financière de l'entreprise », collection la gestion en plus, 2000.
- PELABAY Janie « Gouvernance de la diversité et valeurs communes : une analyse à partir du rapport Bouchard-Taylor », 2014.
- PIGÉ Benoit, « Gouvernance, contrôle et audit des organisations », édition, Economica, 2008.
- PINTO Paul, « La performance durable », Les Editions Dunod, Paris, 2003.
- ROCHER-MEUNIER Beatrice, « L'essentiel du diagnostic financier », 5^{ème} Edition d'organisation, Paris, 2011.
- ROULEAU Linda « Théories des organisations: approches classiques, contemporaines et de l'avant-garde », canada, 2007.
- SAUVIN Thierry, « la compétitivité de l'entreprise : l'obsession de la firme allégée » édition Ellipses, Paris, (2005).
- SELMER Caroline, « construire et défendre son budget : outils comportements », Edition Dunod, Paris, 2003.
- TELLER.R, « Création de valeur et management de l'entreprise », Vuibert, Paris, 2001.
- VERNIMMEN Pierre, « finance d'entreprise », Ed DALLOZ, 2016.
- VIZZAVONA Patrick, « gestion financière », 9^{ème} Edition ATTOL, Paris, 2004.

- VOYER Pierre, «tableau de bord de gestion et indicateurs de performance», 2^e édition, presse de l'université du Québec, (2002).

Revue :

- BOURGUINON Annick, « peut-on définir la performance ? » Revue française de comptabilité, (1995).
- HOURAU Christian, « Maitriser le diagnostic financier », 3^e Edition, Revue fiduciaire, (2002).
- LEBAS Michel, « définir la performance, revue française de comptabilité », 1995.
- OMRI Abdelwahed « Systèmes de gouvernance et performance des entreprises tunisiennes » Revue française de gestion 2003/1 (n° 142).
- SAHUT Jean Michel, JS Lantz, « la création de valeur et performance financière », la revue du financier, 2003.
- WIEM Elmanaa, KHLIF Wafa, « Effets de la structure de propriété sur la performance des entreprises tunisiennes », La Revue des Sciences de Gestion 2010/3-4 (n° 243-244).

Mémoires et thèses :

- AFFIR.S, BAHAMID.K, mémoire de master 2 « Décision d'investissement et création de valeur », Finance d'entreprise, Université de Mouloud Mammeri, TiziOuzou, 2015.
- ASSOUS Nassima, thèse de doctorat, « l'impact des décisions financières sur la création de valeur au sein des entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'ALGER », Université de Mouloud Mammeri, TiziOuzou, Juin 2015.
- CHIKH Sabrina, « L'effet du dirigeant sur la performance de l'entreprise », Université du Droit et de la Santé - Lille II, 2010.
- FALL Aminata, « Evaluation de la performance financière d'une entreprise », centre africain d'étude supérieures en gestion, 2014.
- KHALDI Mohamed Ali, « Impact des mécanismes de gouvernance sur la création et la répartition de la valeur partenariale », Gestion et management, Université de Grenoble, 2014.
- REHALI Kahina, « Appréciations des performances des entreprises- diagnostic et évaluation », Ecoles supérieures des banques, 2012.

- ROULEAU Linda, « Théories des organisations: approches classiques, contemporaines et de l'avant-garde », canada, 2007.
- THOMAS Olivier, « Création de valeur actionnariale et communication financière », DESS Ingénierie Financière, Septembre 2004.
- ZEGHAL Daniel, « Analyse des déterminants de la gestion des résultats : cas des firmes canadiennes, françaises et tunisiennes » Tunisie, 2006.

- *Illustrations* -

Liste des schémas

- Schéma N° 1 : les quatre piliers de la performance organisationnelle.
- Schéma N° 2 : le cout moyen pondéré du capital (CMPC).
- Schéma N° 3 : l'organigramme de la SGSIA.
- Schéma N° 4 : l'organigramme de la DFI.

Liste des tableaux

- Tableau N° 1 : les facteurs de la création de valeur.
- Tableau N° 2 : Tableau résumant les différents critères de mesure de la création de valeur.
- Tableau N° 3: Partie actif de bilan financier de 2014 et 2015.
- Tableau N° 4 : Partie passif de bilan financier de 2014 et 2015.
- Tableau N° 5 : Bilan grandes masses (partie actif).
- Tableau N° 6 : Bilan grandes masses (partie passif).
- Tableau N° 7: Calcul de fond de roulement.
- Tableau N° 8 : Calcul de besoin de fond de roulement.
- Tableau N° 9 : Calcul de la trésorerie nette.
- Tableau N° 10 : Les soldes intermédiaires de gestion (SIG 2014).
- Tableau N° 11 : Les soldes intermédiaires de gestion (SIG 2015).
- Tableau N° 12 : Evolution des soldes intermédiaires de gestion des deux années 2014/2015.
- Tableau N° 13 : Tableau de ratios de partage de la valeur ajoutée.
- Tableau N° 14 : CAF par la méthode soustractive.
- Tableau N° 15 : CAF par la méthode additive.
- Tableau N° 16 : Ratio de vocation de l'entreprise.
- Tableau N° 17 : Ratio de valeur d'exploitation.
- Tableau N° 18 : Ratio de valeurs réalisables.
- Tableau N° 19 : Ratio de gestion de trésorerie.
- Tableau N° 20 : Ratio d'autonomie financière.
- Tableau N° 21 : Ratio de capacité d'endettement.
- Tableau N° 22 : Ratio de solvabilité générale.

- Tableau N° 23 : Ratio Indépendance financière.
- Tableau N° 24 : Ratio de financement des emplois stables.
- Tableau N° 25 : Ratio de capacité de remboursement.
- Tableau N° 26 : Ratio de liquidité générale.
- Tableau N° 27 : Ratio de liquidité réduite.
- Tableau N° 28 : Ratio de liquidité immédiate.
- Tableau N° 29 : Ratio de rentabilité économique.
- Tableau N° 30 : Ratio de rentabilité financière.
- Tableau N° 31 : Ratio de marge brute.
- Tableau N° 32 : Ratio de marge nette.

Liste des graphes

- Graphe N° 1 : Théorie moderne de la structure financière.
- Graphe N° 2 : Evolution des soldes intermédiaires de gestion des deux années 2014 et 2015.
- Graphe N° 3 : Répartition du chiffre d'affaire de l'année 2014.
- Graphe N° 4 : Répartition du chiffre d'affaire de l'année 2015
- Graphe N° 5 : Partage de la VA pour l'année 2014.
- Graphe N° 6 : Partage de la VA pour l'année 2015.
- Graphe N° 7 : Vocation de l'entreprise.
- Graphe N° 8 : Valeurs réalisables.
- Graphe N° 9 : Ratio de gestion de trésorerie.
- Graphe N° 10 : Ratio d'autonomie financière
- Graphe N° 11 : Ratio de solvabilité générale.
- Graphe N° 12 : Ratio d'indépendance financière.
- Graphe N° 13 : Ratio de liquidité générale.
- Graphe N° 14 : Ratio de liquidité réduite.
- Graphe N° 15 : Ratio de liquidité immédiate.
- Graphe N° 16 : Ratio rentabilité économique.
- Graphe N° 17 : Ratio de rentabilité financière.

- *Annexes* -

- Table des matières -

Remerciements

Dédicaces

Liste des abréviations

Sommaire

Introduction générale.....	01
Chapitre 1 : Aspect théorique de la performance financière.....	06
Introduction chapitre 1	06
Section 1 : L'approche financière de la performance.....	07
1. Etymologie de la performance.....	07
2. La notion de performance.....	07
2.1. Les piliers de la performance d'une organisation.....	08
2.1.1. La compétitivité pour pilier du marché.....	09
2.1.2. La vitalité pour pilier des valeurs.....	09
2.1.3. La productivité pour pilier du personnel.....	10
2.1.4. La rentabilité pour le pilier du métier.....	10
3. Définition de la performance financière.....	10
4. les déterminants de la performance financière.....	11
4.1. L'efficacité.....	11
4.2 .L'efficience.....	12
4.3 .L'économie des ressources.....	12
4.4 .La qualité.....	12
4.5. La politique financière.....	13
4.6 .La compétitivité.....	13
4.7. La création de valeur.....	14
Section 2 : les outils et indicateurs de pilotage la performance financière.....	15
1. Les indicateurs de la performance financière.....	15
1.1. La rentabilité.....	15
1.1.1. La rentabilité économique.....	16
1.1.2. La rentabilité financière.....	16
1.2. La profitabilité.....	17
1.3. L'autofinancement.....	17
2. les outils de mesure de la performance financière	18

2.1. Le budget.....	18
2.2. Les états financiers.....	19
2.2.1. Le bilan.....	19
2.2.1.1. Les ratios de structure.....	20
2.2.2. Le compte de résultat.....	23
2.2.2.1. La marge commerciale.....	23
2.2.2.2. La production.....	23
2.2.2.3. La valeur ajoutée.....	23
2.2.2.4. L'excédent brut d'exploitation.....	24
2.2.2.5. Le résultat d'exploitation.....	25
2.2.2.6. Résultat courant avant impôts.....	25
2.2.2.7. Résultat exceptionnel.....	25
2.2.2.8. Le résultat net.....	26
2.3. Les principaux ratios financiers.....	26
2.3.1. Ratio de Rentabilité.....	26
2.3.2. Ratio de liquidité.....	26
2.3.3. Ratio de solvabilité.....	28
Conclusion du chapitre 1.....	29
Chapitre 2 : la création de valeur : le renouveau d'une approche d'évaluation de la performance financière.....	31
Introduction du chapitre 2	31
Section 1 : l'importance prise par la création de valeur.....	32
1. La notion de la valeur.....	32
2. Définition de la création de valeur.....	32
3. Origine de la création de valeur.....	35
4. la création de valeur : un critère de décision, de répartition et de valorisation.....	37
4.1. La création de valeur est la base de toute décision d'investissement	37
4.2. La création de valeur est répartie entre les pourvoyeurs de fonds.....	38
4.3. La création de valeur détermine la valorisation de l'entreprise.....	39
5. Cout du capital, facteur essentiel de la création de valeur.....	42
5.1. Définition du cout du capital.....	42
5.2. La détermination du cout du capital.....	43
5.3. Les mesures du CMPC.....	44

Section 2 : les mesures de la création de valeur.....	48
1. Critères comptables.....	48
1.1. Bénéfice par action.....	48
1.2. Le taux de rentabilité comptable.....	49
1.3. Les capitaux propres par action.....	49
2. Les critères de nature financière.....	50
2.1. La VAN : le seul critère financier.....	50
3. les indicateurs de nature hybride mi- comptable, mi- financier.....	51
3.1. EVA.....	52
3.2. Le CFROI (cash flow return on investment).....	54
4. Les critères boursiers.....	55
4.1. La valeur ajoutée du marché (MVA).....	55
4.2. Total shareholder return (TSR).....	56
Conclusion du chapitre 2.....	59
Chapitre 3 : la gouvernance d'entreprise : quel impact sur la création de valeur..	61
Introduction du chapitre 3	61
Section 1 : la gouvernance d'entreprise dans une optique de création de valeur.....	62
1. Généralités sur la gouvernance d'entreprise.....	62
1.1. Origine.....	62
1.2. Définitions.....	63
2. La théorie de l'agence.....	64
2.1. La relation actionnaire-dirigeant.....	65
2.2. Les conflits d'agence.....	65
2.2.1. Les origines du conflit.....	65
2.2.1.1. La notion du risque.....	65
2.2.1.2. L'horizon économique.....	65
2.2.1.3. La place des dirigeants.....	66
2.2.2. Les stratégies d'enracinements (retranchements).....	66
2.2.2.1. Le managérialisme.....	66
2.2.2.2. La diversification	66
2.2.2.3. La position charnière des dirigeants	66
2.2.2.4. L'enracinement	67
2.2.3. La résolution des problèmes d'agence	69

2.2.3.1. Les coûts d'agence	69
2.2.3.2. Les mécanismes de contrôle	70
Section 2 : la mise en place de la gouvernance d'entreprise.....	73
1. l'impact de la gouvernance d'entreprise dans la création de valeur.....	74
1.1. L'instauration de la confiance	75
1.2. Le respect des intérêts des parties prenantes	75
1.3. La prise en compte de la responsabilité sociale.....	76
2. Les rapports de bonne gouvernance.....	76
2.1. La séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général	76
2.2. La mise en place des comités spécialisés	77
2.3. La souveraineté des assemblées générales des actionnaires	77
2.4. L'asymétrie d'information	77
3. la relation entre la bonne gouvernance et la performance d'entreprise.....	78
3.1. Rôle des différentes parties prenantes dans la définition de la performance d'entreprise.....	78
3.1.1. Actionnariat du dirigeant.....	78
3.1.2. Présence des actionnaires minoritaires.....	79
3.1.3. Présence des actionnaires majoritaires.....	79
3.1.4. Pouvoirs des créanciers.....	80
3.1.5. Rôle du conseil d'administration.....	81
3.1.6. Rotation des dirigeants.....	81
3.2. La gouvernance d'entreprise et la qualité de l'information financière.....	82
Conclusion du chapitre 3.....	84
Chapitre 4 : Illustration des développements théoriques à travers le cas de la SGSIA.....	86
Introduction du chapitre 4.....	86
Section 1 : présentation de la Société de Gestion des Services et Infrastructures Aéroportuaires (SGSIA).....	87
1. Organigramme de la SGSIA.....	87
2. Historique et présentation.....	88
2.1. Historique.....	88
2.2. Présentation.....	89

3. Emplacement géographique.....	89
4. Infrastructure liées à l' Aéroport d' Alger	90
5. Missions de la SGSIA.....	91
6. Principaux intervenants au côté de la SGSIA.....	91
7. Présentation de la direction financière (DFI).....	93
7.1. Organigramme de la DFI.....	93
7.2. Missions de la direction financière.....	94
7.3. Les départements et services de la direction financière.....	94
7.3.1. Le département comptabilité générale et trésorerie.....	94
7.3.2. Le Département finances et contrôle de gestion.....	96
Section 2 : analyse de la structure financière de l'entreprise.....	98
1. Présentation des bilans financiers 2014 et 2015.....	98
1.1. Partie actif	98
1.2. Partie passif	99
1.3. Présentation des bilans condensés	99
2. Analyse des équilibres financiers	100
2.1. Equilibre financier à long terme (le fonds de roulement)	100
2.2. Equilibre financier à court terme (le besoin en fonds de roulement)	101
2.3. Equilibre financier immédiat (la trésorerie nette).....	102
3. Présentation et analyse des soldes intermédiaires de gestion (SIG).....	103
3.1. Présentation des soldes intermédiaires de gestion (SIG)	103
3.2. Analyse des soldes intermédiaires de gestion	105
3.2.1. Production de l'exercice	107
3.2.2. Valeur ajoutée	107
3.2.3. L'Excédent Brut d'Exploitation	109
3.2.4. Le résultat d'exploitation	109
3.2.5. Le résultat courant avant impôts.....	109
3.2.6. Le résultat net	109
4. Calcul de Capacité d'Autofinancement (CAF)	110
4.1. Calcul de la CAF par la méthode soustractive	110
4.2. Calcul de la CAF par la méthode additive	110
Section 3 : analyse de l'activité et de la rentabilité de la SGSIA par les ratios.....	111
1. Ratios de structure	111

Table des matières

2. Ratios de liquidité	119
3. Ratios de rentabilité	122
3.1. Rentabilité économique.....	122
3.2 .Rentabilité financière.....	123
3.3. Marge nette et marge brute.....	124
4. Qu'en est-il de la SGSIA.....	125
Conclusion du chapitre 4.....	127
Conclusion générale.....	129
Bibliographie.....	132
Illustrations	137
Annexes.....	140
Table des matières.....	156