

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE
MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE
SCIENTIFIQUE

UNIVERSITE MOULOU D MAMMARI DE TIZI-OUZOU



FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES ET DES
SCIENCES DE GESTION
DEPARTEMENT DES SCIENCES FINANCIERES ET COMPTABILITE

Mémoire de fin de cycle en vue d'obtention du diplôme de
Master
En sciences Financières et Comptabilité
Option : Finance d'Entreprise

Thème :

**Effet des mécanismes de gouvernance sur la création de
la valeur, Cas de l'Entreprise Nouvelle Conserveries
Algérienne Rouiba (NCA-Rouiba)**

Réalisé par :

- KHERRAZ Tinhinane
- KHELIL Dyhia

Encadré par :

Mme ASSOUS Nassima

Présenté devant le jury composé de :

Président: Mr ACHIR Mohamed, MCB, UMMTO;

Examineur: Mr HADJOU Abdelaziz, MAA, UMMTO;

Rapporteur : Mme ASSOUS Nassima, MCB, UMMTO.

REMERCIEMENTS

Avant toute chose nous remercions le bon Dieu de nous avoir aidées à mener ce travail jusqu'à la fin.

Nos remerciements et reconnaissances à notre encadrante **Mme ASSOUS Nassima** pour ses précieux conseils et orientations.

Nous tenons à remercier particulièrement **Mr Djebbi Redhouane** qui nous a apporté son aide durant la période de notre stage pratique au sein du département finance et comptabilité de l'entreprise NCA-Rouiba .

Nous remercions également toutes les personnes qui ont contribué de près où de loin à réaliser ce modeste travail, En particulier nos chères familles et nos amis(e).

DEDICACES

Je dédie ce modeste travail :

A Mes très chers parents : exemple et véritable source d'espoir, d'affection et de courage, merci et que Dieu vous garde pour moi.

A Mes très chères soeurs Fazia et Farida

A mes très chers frères Farid et Moumouh ;

A Toute ma famille et A Tous mes amis et particulièrement Elyes, Dyhia, Malika ;

A Dyhia ma binôme que j'ai appréciée et avec qui j'ai eu grand plaisir à partager cette expérience.

Tinhinane

DEDICACES

Je dédie ce modeste travail :

A Mes très chers parents : exemple et véritable source d'espoir, d'affection et de courage, merci et que Dieu vous garde pour moi.

A Ma très chère soeur Nadia

A mon très cher frère Azouaou ;

*A Toute ma famille et A Tous mes amis et particulièrement Chahira, Nassim et Elyes,
A Tinhinane ma binôme que j'ai appréciée et avec qui j'ai eu grand plaisir à partager cette expérience.*

Dyhia

Table de matière

SOMMAIRE

Liste des abréviations

Introduction Générale	2
Chapitre 1 : Fondements théoriques de la gouvernance d'entreprise.....	6
Introduction.....	6
Section 1 : Théories principales de la gouvernance d'entreprise	6
1. Approches contractuelles de la firme	6
1.1. Approche actionnariale de la firme	6
1.1.1. Théorie des droits de propriété	7
1.1.2. La Théorie de l'Agence	7
1.1.2.1. Les solutions aux problèmes d'agence	10
1.2. Approche partenariale de la firme	11
Section 2 : Définitions, origines, composantes et mécanismes de la gouvernance d'entreprise.....	13
1. Définitions de la gouvernance	13
1.1. Le concept de gouvernance d'entreprise	15
1.1.2. Les origines de la gouvernance d'entreprise	16
1.1.3. Les pouvoirs constituant la gouvernance d'entreprise	18
1.1.4. Les composants de la gouvernance d'entreprise	19
1.1.5. Principaux standards de Gouvernance d'Entreprise.....	20
1. Les mécanismes de gouvernance d'entreprise :	20
1.1. Typologie des mécanismes de gouvernance d'entreprise :	20
2.2. Les mécanismes internes	21
2.2.1 Le conseil d'administration	21
2.2.2. Les systèmes de rémunération.....	22
1.2.2.1. La rémunération fixe	22
2.2.2.2. La rémunération basée sur des critères et mesures comptables.....	23
2.2.2.3. La rémunération basée sur les marchés boursiers	23
2.2.3. L'assemblée générale des actionnaires.....	24
2.2.4. La surveillance mutuelle.....	24
2.2.5. L'endettement.....	24
2.3 Les mécanismes externes.....	24

2.3.1. Le marché financier	25
2.3.2. Marché des prises de contrôle ou des fusions et acquisitions.....	25
2.3.3. Marché du travail des dirigeants de l'entreprise.....	25
2.3.4. Marché des biens et services	26
Section 3 : Les systèmes de GE existants et la GE des entreprises familiales	27
1. Les systèmes de GE existants	27
1.2.1. Système anglo-saxon	27
1.2.2. Système germano-nippon	28
1.2.3. Système hybride	29
1. La gouvernance des entreprises familiales	29
2.1. Les caractéristiques de la gouvernance dans l'entreprise familiale.....	30
2.2. Missions et objectifs de la gouvernance familiale.....	30
2.3. Les relations entre la gouvernance de l'entreprise et la gouvernance familiale	31
2.4. La gouvernance des entreprises algériennes.....	34
Conclusion	36
Chapitre 2 : Gouvernance d'entreprise et création de la valeur.....	38
Introduction.....	38
Section 1 : Définition et fondements théoriques de valeur et de la création de la valeur	38
1. Définition de la valeur	38
1.1. Définition économique de la valeur	39
1.2. Définition financière de la valeur	39
1.3. Définition comptable de la valeur	39
2. La création de la valeur	40
2.1. Création de la valeur pour les parties prenantes	41
2.2. La création de la valeur pour les actionnaires	41
3. Origine de la création de valeur.....	42
4. Les leviers de création de la valeur	43
4.1. Les leviers stratégiques.....	44
4.1.1. L'avantage concurrentiel	44
4.1.2. Les opérations de croissance interne	44
4.1.3. Les opérations de croissance externe.....	45
4.2. Les leviers financiers	45
4.2.1. Les rachats d'action	45

4.2.2. La gestion des risques des prix financiers	46
Section 2: Mesure de création de la valeur	47
1. La valeur intrinsèque	47
1.1. Les indicateurs traditionnels	47
1.1.1. Définition de la rentabilité	47
1.1.1.1. La rentabilité financière	47
1.1.1.2. La rentabilité économique	48
1.1.1.2.1. Le ROA (Return On Assets).....	48
1.1.1.2.2. LE ROCE (Return On Capital Employed)	48
1.2. Les indicateurs financiers	49
1.2.1. Cash Flow Return On Investment (CFROI)	49
1.3. Les indicateurs hybrides	49
1.3.1. L'indicateur « EVA »	49
1.3.1.1. Le coût du capital	50
1.3.1.1.1. Le coût de la dette.....	51
1.3.1.1.2. Le coût des fonds propres	51
2. La valeur boursière	52
2.1. Total Shareholder Return (TSR).....	52
2.2. L'indicateur MVA	53
2.3. Le ratio Market-To-Book (M/B)	53
Section 3 : Le lien entre la gouvernance d'entreprise et la création de la valeur	55
1. Les différentes théories de la gouvernance et la création de la valeur	55
1.1. Théorie positive de l'agence et création de valeur	55
1.2. Théorie partenariale et création de la valeur	56
2. Les règles de fonctionnement de la GE	59
3. Les recommandations de la gouvernance d'entreprise	60
3.1. La séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général.....	60
3.2. L'alignement du comportement des dirigeants	60
3.2.1. La mise en place des incitations financières.....	61
3.2.2. La disparition des OPA.....	61
3.3. La mise en place des comités spécialisés (mécanismes de contrôle)	61
3.4. Réduire les asymétries d'information.....	62
4. L'impact positif de la gouvernance d'entreprise sur la création de valeur	62

4.1. L'instauration de la confiance	62
4.2. Le respect des intérêts des parties prenantes	63
4.3. La prise en compte de la responsabilité sociale.....	64
Conclusion	65
Chapitre 3 : « NCA-ROUIBA » comme illustration des développements théoriques.....	67
Introduction	67
Section 1 : Généralités et historique de l'entreprise « NCA-Rouiba ».....	67
1. Généralités sur NCA-Rouiba.....	67
1.1. Présentation de l'entreprise	67
1.2. Renseignements sur la société	68
1.3. Forme juridique	69
1.4. Objet social.....	69
1.5. Organisation de la NCA-Rouiba.....	69
1.6. Réglementation.....	70
1.7. Caractéristiques essentielles de l'activité	70
1.8. La gamme des produits finis.....	70
1.9. Les marchés de l'entreprise NCA-ROUIBA	71
1.9.1. Le marché local	71
1.9.2. Le marché étranger	71
1.10. Valeurs, vision, missions et politique de l'entreprise	72
1.10.1. Les valeurs de l'entreprise.....	72
1.10.2. La vision de l'entreprise	72
1.10.4. La politique NCA-Rouiba	72
2. Historique	73
3. L'introduction en bourse de la NCA-Rouiba	75
Section 2 : Gouvernance d'entreprise au sein de l'entreprise NCA-Rouiba.....	78
1. Les fondements de la gouvernance de NCA Rouiba	78
1.1. Le rôle de système de gouvernance de NCA Rouiba	79
2. Les mécanismes de gouvernance d'entreprise au sein de NCA Rouiba.....	79
3. Les structures de gouvernance de NCA Rouiba	81
3.1. Les organes d'administration et de direction.....	82
3.1.1. L'Assemblée Générale (AG)	82
3.1.2. Le Conseil d'Administration (CA)	82

3.1.3. Comités émanant du Conseil d'Administration.....	83
3.1.3.1. Le Comité Stratégique	83
3.1.3.2. Le Comité d'Audit.....	84
3.1.3.3. Autres comités du conseil.....	84
3.2. Le contrôle externe de la société	85
3.2.1. Commissaires aux comptes	85
3.2.2. Audit et conseil.....	85
Section 3 : Mesure de la création de valeur au sein de l'entreprise NCA-Rouiba	86
1. Mesures de création de la valeur par les indicateurs traditionnels	86
1.1. Les indicateurs comptables.....	86
1.1.1. La rentabilité économique	86
1.1.1.1 Return On Asset « ROA »	86
1.1.1.2. Return On Capital Employed	87
1.1.1.2.1. Détermination de l'actif économique	87
1.1.2. La rentabilité financière "Return On Equity"	88
1.2. Les indicateurs hybrides 'Economic value Added(EVA)''	88
1.2.1. Détermination du WACC ou CMPC	89
1.2.1.1. Le coût des fonds propres (Ke).....	89
1.2.1.2. Le coût de la dette (Kd)	90
1.2.2. Détermination de l'indice 'EVA''	90
2. Mesures de création de la valeur par les indicateurs boursier	91
2.1. L'indicateur Market Value Added (MVA).....	91
2.3. L'indicateur Market-To-Book	92
2.4. L'indicateur Total Sharholder Return.....	92
Conclusion.....	94
Conclusion Générale.....	97
BIBLIOGRAPHIE	100
LISTES DES SHEMAS, FIGURES ET TABLEAUX	103
ANNEXES	105
TABLE DE MATIERE	116

SOMMAIRE

Introduction Générale	06
Chapitre 1 : Fondements théoriques de la gouvernance d'entreprise	06
Introduction	06
Section 1 : Théories principales de la gouvernance d'entreprise.....	06
Section 2 : Définitions, origines, composantes et mécanismes de la gouvernance d'entreprise	13
Section 3 : Les systèmes de gouvernance d'entreprise existants et la gouvernance des entreprises familiales	27
Conclusion	36
Chapitre 2 : Gouvernance d'entreprise et création de la valeur	38
Introduction	38
Section 1 : Définition et fondements théoriques de valeur et de la création de la valeur.	38
Section 2 : Mesure de création de la valeur	47
Section 3 : Le lien entre la gouvernance d'entreprise et la création de la valeur.....	55
Conclusion	65
Chapitre 3 : « NCA-ROUIBA » comme illustration des développements théoriques	67
Introduction.....	67
Section 1 : Généralités et historique de l'entreprise « NCA-Rouiba »	67
Section 2 : Gouvernance d'entreprise au sein de l'entreprise NCA-Rouïba	78
Section 3 : Mesure de la création de valeur au sein de l'entreprise NCA-Rouiba.....	87
Conclusion.....	94
Conclusion Générale	97
BIBLIOGRAPHIE	100
LISTES DES SHEMAS, FIGURES ET TABLEAUX	103
ANNEXES	105
TABLE DE MATIERE	116

Liste des abréviations

G : Gouvernance
GE : Gouvernance d'entreprise
AG : Assemblée Générale
CA : Conseil d'Administration
CAGE : Code Algérien de Gouvernance d'Entreprise
NCA-Rouïba : Nouvelles Conserveries Algérienne- Rouiba
SPA : Société Par Actions
SARL : Société A Responsabilité Limitée
AEB : Actif Economique Brut
Bi : Coefficient Bêta ou coefficient de risque systématique du titre i
CI : Capitaux Investis
CMPC, WACC : Coût Moyen Pondéré du Capital
CFROI : Cash flow Return On Investment
CP : Capitaux Propres
D : Dividende
EVA : Economic Value Added
Kcp : Coût des capitaux propres
MEDAF : Modèle d'Evaluation d'Actifs Financiers
MVA : Market Value Added
MTB : Market To Book
OPA : Offre Publique d'Achat
OPE : Offre Publique d'Echange
P : Prix de clôture de l'action
Pt : Prix ou Cours de l'action en période t
Pt-1 : Prix ou Cours de l'action en période t-1
RE : Résultat d'Exploitation
RF : Taux de rentabilité de l'actif sans risque
ROE : Return on Equity (rentabilité financière)
ROI : Return On Investment (retour sur investissement)
SICAV : Société d'Investissement à Capital Variable
TSR : Total Share Return
E(Ri) : Taux de Rentabilité attendu par le marché sur titre i
E(Rm) : Taux de Rentabilité espéré du marché financier
PER : Multiple de Capitalisation
IBS : Taux d'Impôt sur les Bénéfices des Sociétés
COSOB : La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse,
EBIT : Earnings Before Interest « résultat d'exploitation. ».
EBITDA : Earnings Before Interest, « Excédent Brut d'Exploitation ».
ONG : Organisation Non Gouvernementale
DN : Dette nette

INTRODUCTION GENERALE

Introduction Générale

Aujourd'hui, l'entreprise évolue dans un environnement incertain, complexe et concurrentiel.

Assurer sa pérennité dans un tel environnement lui exige d'être flexible en réagissant plus rapidement que ses concurrents. Ainsi, elle est tenue d'adopter un mode de gestion en adéquation avec l'évolution de son environnement. Ce mode de gestion est appréhendé par le mode de gouvernance représenté par un ensemble de mécanismes, qui influence la conduite des parties prenantes intervenant au sein de l'entreprise.

Selon CHARREAUX.G 1997 «Le gouvernement des entreprises recouvre l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire »¹.

L'objectif de la gouvernance d'entreprise est d'aider à définir les mécanismes qui encadrent les droits et les obligations de tous ceux qui contribuent à créer et maximiser la valeur. Cette valeur n'existe que si l'entreprise arrive à mieux gérer ses fonds afin de dégager une meilleure rentabilité.

Problématique :

La mise en place des bonnes pratiques de gouvernance joue un rôle efficace et efficient dans la croissance et le développement de l'entreprise d'où une réelle corrélation entre les mécanismes de gouvernance et la création de la valeur, delà on pose la question suivante : **Est-ce que les mécanismes d'une bonne gouvernance influencent la création de la valeur?**

Afin de répondre à notre problématique, nous nous sommes posés les questions suivantes :

- Quels sont les fondements théoriques de la gouvernance d'entreprise ?
- Quels sont les principaux mécanismes et acteurs de la gouvernance des entreprises ?
- Comment mesurer et apprécier la création de valeur de l'entreprise ?

Pour appréhender notre problématique, nous avons proposé deux hypothèses qui peuvent répondre aux questions posées :

H1: Une entreprise qui adopte un ensemble de mécanismes de gouvernance gère mieux ses ressources qui la conduisent à créer plus de valeur.

H2 : Les mécanismes de gouvernance n'ont aucun effet sur la création de la valeur, même si l'entreprise adopte des mécanismes, elle n'arrive toujours pas à mieux gérer ses ressources.

¹ Peter Wirtz, « Evolution institutionnelle schémas mentaux et gouvernement des entreprises : le cas Krupp-Thyssen », Finance –contrôle-stratégie, volume 2, mars 1999, P123.

Objectifs de recherche

L'objectif principal de notre recherche consiste en la démonstration du lien entre les mécanismes de gouvernance et la création de la valeur.

Notre objet de recherche mobilise et articule deux concepts clés : la gouvernance d'entreprise et la création de la valeur, que nous allons chercher à clarifier et pour lesquels nous nous sommes efforcés de définir et de donner les principes de base, ce qui nous conduiront à comprendre le lien entre les deux concepts.

Choix du thème

Nous avons choisi ce thème intitulé « l'effet des mécanismes de gouvernance d'entreprise sur la création de valeur » car il est au cœur de la finance et de la gestion d'entreprise, c'est pourquoi nous avons choisi d'approfondir notre réflexion sur ce sujet.

La principale raison qui a motivé le choix de notre thème est le rôle crucial que joue l'application des bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise au sein des organisations, pour assurer leurs pérennités et leurs croissances, qui influencent directement l'économie du pays.

En second lieu, cette thématique s'inscrit dans l'objet de notre formation. La finance d'entreprise s'intéresse essentiellement à l'organisation et au fonctionnement des entreprises.

Moyens d'investigations

Afin de répondre à notre problématique et ses préoccupations, nous avons adopté en premier temps, une étude théorique basée sur une recherche bibliographique (des ouvrages, articles, sites internet et aussi travaux de plusieurs universités algériennes et étrangères).

Dans un second temps, une recherche empirique (analyse quantitative) basée sur le traitement des données recueillies auprès de l'entreprise « NCA-ROUIBA », une des entreprises Algérienne privée cotée en bourse.

Structuration du travail

Pour réaliser notre travail, nous avons scindé notre mémoire en trois chapitres. Les deux premiers chapitres sont consacrés aux développements théoriques des deux notions : gouvernance d'entreprise et création de valeur. Le troisième chapitre est une étude de cas qui illustre le lien entre ces deux notions et leur mise en application.

Le premier chapitre est consacré aux fondements théoriques de la gouvernance d'entreprise, ou nous allons développer les théories principales de la gouvernance d'entreprise sous deux angles : contractuelle et partenariale dans une première section, ensuite, nous allons aborder les définitions, les origines, les composantes et les mécanismes de la gouvernance

d'entreprise dans une deuxième section. Ainsi nous consacrons la troisième section aux systèmes de GE existants et la GE des entreprises familiales.

Le deuxième chapitre traitera le lien entre la gouvernance d'entreprise et la création de la valeur, où nous allons développer les concepts clés liés à la création de la valeur, dans un premier temps, par la suite nous allons nous intéresser à l'appréciation de la valeur, en baies des différents indicateurs dans un second temps, et enfin nous allons mettre l'accent sur le lien entre la gouvernance d'entreprise et la création de la valeur.

Le troisième chapitre, est l'illustration pratique des développements théoriques, en commençant dans un premier temps à présenter l'organisme d'accueil « NCA-ROUIBA » dans une première section, qui sera suivie par une deuxième, portera sur la pratique de la gouvernance au sein de cette entreprise. Et enfin, nous terminerons notre recherche par une section qui expliquera l'évaluation de l'entreprise NCA-ROUIBA en démontrant les mesures de calcul de la valeur qu'elle utilise.

**CHAPITRE 1: FONDEMENTS
THEORIQUES
DE LA GOUVERNANCE
D'ENTREPRISE**

Chapitre 1 : Fondements théoriques de la gouvernance d'entreprise.

Introduction

Les débats sur les rémunérations des dirigeants, les fonctions du conseil d'administration et de directeur général de l'entreprise, l'exercice des droits de vote aux assemblées générales ou encore la responsabilité des membres du conseil d'administration ont permis de promouvoir certains aspects de la gouvernance d'entreprise. Mais qu'est-ce que la gouvernance d'entreprise et quel est son objectif ?

Il est apparu comme sujet le plus discuté en matière de gestion et de bonne conduite de l'entreprise afin d'éviter certains comportements influençant la gérance de l'entreprise.

Dans cette perspective, nous insistons dans ce chapitre à présenter les différentes approches théoriques de la gouvernance des entreprises, et ensuite un ensemble de généralités concernant le concept (définitions, origines, composantes et système), ainsi nous devons éclairer les spécificités du système de gouvernance des entreprises familiales, pour cela trois sections sont mises en place qui portent d'une part sur les théories principales de la gouvernance d'entreprise, d'autre part sur les définitions et composantes de la gouvernance d'entreprise ; et enfin sur les systèmes de gouvernance d'entreprise existant et la gouvernance des entreprises familiales.

Section 1 : Théories principales de la gouvernance d'entreprise

De nombreux théoriciens ont approfondi leurs études et travaux de recherches à analyser et éclaircir le phénomène de « Corporate Governance », ce qui a abouti à plusieurs théories sous différentes approches. Dans cette section nous allons aborder deux approches (approche actionnariale et approche partenariale) issues de l'approche contractuelle, dont on trouve diverses théories.

1. Approches contractuelles de la firme

1.1. Approche actionnariale de la firme

Selon Caby (2003), cette approche représente un concept "traditionnel" qui se concentre sur les intérêts des actionnaires et s'adapte à la société "managériale".

Cette théorie trouve son origine dans les travaux de Jensen et Meckling (1976), dont l'entreprise est considérée comme un nœud de contrat fondé sur les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants; à cet égard, la société intervient dans la structuration du comportement des administrateurs en fonction du standard de maximisation de la richesse, en particulier des intérêts des actionnaires et de toutes les parties prenantes «stockholders», à

l'aide d'outils de motivation et de mécanismes de contrôle, (Caby, 2003), qui reflète le rôle d'une bonne gouvernance d'entreprise qui aide à discipliner le dirigeant et à réduire son pouvoir discrétionnaire.

La séparation entre la propriété et la gestion comme l'a évoquée Supra, qui a généré l'émergence de nouvelles structures d'entreprise, qui sera au centre de nombreux cadres théoriques, chacun d'entre eux les traitant d'un certain angle afin de mettre en évidence leurs spécificités. Ces cadres théoriques s'articulent autour de la théorie des droits de propriété, et de la théorie de l'agence.

1.1.1. Théorie des droits de propriété

Selon ces fondateurs A.A.Alcian et H. Demetz², c'est une théorie qui analyse les droits de propriété et leurs incidences sur le fonctionnement de l'économie.

De la notion la firme en tant que "nœud de contrat", la théorie des droits de propriété suppose que tout échange entre agents correspond à l'échange de droits de propriété sur des objectifs. Ces droits de propriété se réfèrent au droit d'utilisation (usus) du bien, au droit de gagner un revenu (fructus) et au droit de le céder à un tiers (abusus).

Son objectif est de montrer comment les systèmes de droits de propriété fonctionnent et influencent le comportement des individus et l'efficacité des systèmes économiques (performance de l'économie), en mettant l'accent sur les avantages des droits de propriété privée. Dans ce cadre, la firme est caractérisée par la structure particulière des droits de propriété, définis par un ensemble de contrat³.

Par conséquent, les droits de propriété ont pour fonction d'encourager les individus à créer, maintenir et maximiser leurs profits.

1.1.2. La Théorie de l'Agence

La Théorie de l'Agence du terme anglo-saxon « Agency Theory », est la théorie fondamentale de la gouvernance d'entreprise moderne, et l'une des théories les plus importantes et les plus discutées par les auteurs expliquant la gouvernance d'entreprise. Cette théorie repose sur la relation potentiellement conflictuelle d'intérêts qui existerait entre l'actionnaire (le principal), propriétaire de la firme et les managers (les agents) qui en assurent la gestion, autrement dit la relation d'agence.

Et cela, par un ensemble de contrats écrits et non écrits internes à l'organisation permettent en particulier de spécifier les droits de chaque agent ainsi que les systèmes de surveillance et d'évaluation.

² M.C. JENSEN et W.H. MECKLING, « Theory of the firm, Managerial Behavior, Agency Costs & Ownership.

³WEINSTEIN. O, « Quelques controverses théoriques. L'entreprise dans la théorie économique », Revue Comprendre l'économie, vol1, p. 346.

La question sur cette relation a été posée depuis 1976 avec Adam Smith qui la résume ainsi: « Les directeurs des sociétés par actions étant les régisseurs de l'argent d'autrui plutôt que leur propre argent, on ne peut guère s'attendre à ce qu'ils y apportent ; cette vigilance exacte et soucieuse que les associés dans le maniement de leurs fonds. » Berle et Means (1932)⁴ ont développé cette réflexion en montrant que la séparation entre la propriété et la direction de la firme, mène à une situation problématique due à la divergence d'intérêts entre propriétaires du capital et dirigeants, on pourrait arriver donc à une situation où l'entreprise serait dirigée par un manager qui n'aurait éventuellement aucune raison d'avoir les mêmes objectifs que les propriétaires du capital.

Pour **Jensen** et **Meckling**, les actionnaires et les managers sont liés par une relation d'agence ; ils définissent cette relation comme « ... un contrat dans lequel une (ou plusieurs personnes) a recours aux services d'une autre personne pour accomplir en son nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle à l'agent »⁵, Les actionnaires choisissent un chef de la direction en fonction de leurs compétences et aptitudes potentielles pour exécuter une tâche dotée des pouvoirs décisionnels leur permettant de mieux gérer leurs activités et de produire des résultats à leur avantage.

La relation d'agence se caractérise par l'incertitude et l'asymétrie d'information entre le principal et l'agent :

- L'agent dispose en générale de plus grande information que le principal sur la tâche qu'il doit accomplir et peut exploiter cet avantage à son profit.
- L'incomplétude des contrats : le contrat entre le principal et l'agent est nécessairement incomplet et le contrôle de l'agent par le principal génère des coûts d'agence, ces coûts peuvent s'interpréter comme des coûts d'organisation ou de transaction interne supportés par les deux parties (cout de surveillance essentiellement).D'après Charreaux (1997)⁶, « un contrat ne peut jamais tout préméditer ex-ante ». Il rajoute : « qu'aucun mécanisme de contrôle et d'évaluation ne permet de connaître sans ambiguïté les efforts fournis par les partenaires».

Maati classe ceux-ci en trois catégories :

1. Les coûts de surveillance engagés par le principal, qui sont relatifs à la mise en œuvre d'un système d'information permettant de surveiller les actions du mandataire ;
2. Les coûts de dédouanement engagés par l'agent qui veut prouver son absence de déviance (rapport d'activité, etc.) ;
3. Les coûts résiduels, catégorie fourre-tout incluant l'équivalent monétaire des divergences non encore prises en compte et résultants des décisions de l'agent ne maximisant pas le bien-être du mandant (Maati, 1999, p. XIII).

⁴ Berle et Means (1932) *The modern corporation and private property*

⁵ JENSEN M.C et MECKLING W.H, «Theory of the firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structur », *journal of financials economics*, 1976, p. 308.

⁶ Charreaux G. (1997), « Gouvernement des entreprises et efficacité des entreprises publiques », *Revue Française de Gestion*, septembre-octobre, p. 38-56.

Tous les théoriciens soulignent que la relation d'agence implique le partage des risques ce qui incite l'agent à prendre une décision conforme aux intérêts du principal, et l'encourage à intensifier ses efforts pour créer davantage la valeur.

La théorie de l'agence appliquée aux organisations repose sur deux principes de base: la vision contractuelle de l'organisation et le principe de la sélection naturelle.

En premier lieu, la théorie ignore la vision futile des organisations, la vision de la boîte noire, pratiquée par la théorie traditionnelle de l'entreprise. L'institution apparaît comme un ensemble de contrats implicites et explicites régissant les relations entre les agents internes de l'organisation et entre ceux-ci et les tiers. Vient ensuite la structure contractuelle interne, la technologie et les contraintes légales externes pour déterminer la fonction de production de l'organisation.

Ainsi, l'organisation apparaît comme un marché intérieur. C'est un système complexe en équilibre, constitué des contrats établis entre un groupe d'individus ayant des objectifs variés et en cherchant à maximiser leur propre fonction d'utilité.

En second lieu, cette théorie repose sur le principe de la sélection naturelle. Il est supposé qu'il y a concurrence entre différentes formes d'organisations: le modèle survivant est censé réduire le coût de gestion d'une organisation, autrement dit les coûts d'agence (les coûts associés aux contrats à réaliser).

Sur la base d'une discrimination fonctionnelle dans la décision de propriété, Fama et Jensen considèrent deux types principaux d'organisations: les organisations dans lesquelles il existe une confusion entre les emplois et celles avec séparation. L'accent mis sur ces deux fonctions conduit à l'étude des contrats qui déterminent la nature et la répartition des titres de propriété, d'une part, et à la répartition des différentes étapes du processus de prise de décision entre les agents de l'organisation, de l'autre part. Ces contrats sont des contrats centraux de toute organisation. Leurs caractéristiques et leurs relations permettent de distinguer différents types d'organisations et de comprendre les raisons de leurs spécificités.

L'analyse de ces contrats, en ce qui concerne le concept de complexité de l'organisation et le critère de réduction des coûts d'agence, conduit Fama et Jensen à formuler deux propositions de base, (Ces deux propositions constituent le cœur de la théorie⁷) :

- La séparation des décisions de propriété conduit à des processus décisionnels dans lesquels les fonctions de décision (mises en œuvre) et le contrôle (certification et contrôle) sont séparés.
- La concentration des fonctions de prise de décision et de surveillance, entre les mains d'un nombre limité d'agents, conduit à la répartition des titres de propriété qui distinguent ces agents. Il existe donc une séparation dans les organisations ouvertes et une concentration dans des organisations fermées.

⁷G. Charreaux et j.-P.Pilot-Belin, Le conseil d'administration, vuibert gestion, Paris, Déc. 1990, p46.

Cette divergence d'intérêt est mise en évidence par la différence de risque encouru. L'actionnaire peut perdre ses contributions, le dirigeant assume le risque de perdre son emploi et sa valeur sur le marché du travail. Ainsi, les efforts déployés par les dirigeants pour le bien de l'entreprise, s'ils profitent aux actionnaires, impliquent une certaine incertitude pour eux. Les dirigeants dont la majeure partie de leur patrimoine (capital humain) est investi dans leur société sont plus sensibles aux changements des résultats de l'entreprise que les actionnaires qui peuvent facilement diversifier leur portefeuille après avoir identifié ces actifs. Suite à l'identification de ces divergences d'intérêts, les théoriciens de l'agence définissent un éventail de moyens et de mécanismes de contrôle afin de réduire ces différences.

1.1.2.1. Les solutions aux problèmes d'agence

Selon B. Coriat et O. Weinstein, (Les nouvelles théories de l'entreprise, 1995), la théorie de l'agence se focalise sur les questions suivantes :

- Comment construire un système d'incitation et de surveillance qui conduit l'agent à se comporter d'une façon à ne pas léser les intérêts du principal (Il cherche à maximiser la valeur de l'entreprise)
- Comment concevoir, en situation imparfaite, un système d'agence qui s'approche le plus de l'efficacité obtenue en information parfaite par les mécanismes de marché décrits par la micro économie standard ?⁸

La théorie d'agence a influencé beaucoup de théoriciens, ce qui les a conduits à proposer des mécanismes de contrôle et d'incitation qui décrit la façon dont les parties prenantes utilisent de façon stratégique les informations dont elles disposent.

En fait, la théorie d'agence vise à solliciter les mécanismes de contrôle et d'incitation visant à réduire les coûts (la théorie normative), et expliquer les formes organisationnelles comme mode de réduction des coûts d'agence (la théorie positive).

Les problèmes liés aux asymétries d'information se résultent du développement des relations entre les parties prenantes. Par conséquent, il est nécessaire que l'entreprise les prenne en compte dans l'élaboration de sa stratégie afin d'intégrer les coûts de mise en œuvre du système de contrôle ou des contrats d'incitation, ainsi que la collecte d'information. La décentralisation des décisions et l'existence d'un pouvoir de décision particulier au niveau du service nécessitent un savoir-faire en termes de production et de compétences, permettant une création de valeur maximale, le conseil d'administration veille uniquement à ce que les décisions prises par les dirigeants servent les intérêts des actionnaires Fama (1980). Toutes les parties prenantes peuvent contrôler et discipliner les leaders

L'introduction des systèmes de contrôle de gestion permettent aux superviseurs de suivre et de surveiller l'avancement de leur travail, d'une part, et aux agents de l'organisation pour qu'ils s'acquittent de leurs tâches sans négligence et sans préjudice des objectifs principaux, de l'autre part.

⁸Alain BEITONE, Antoine CAZORLA, Christine DOLLO, Anne-Mary DRAI, « Dictionnaire de science économique », 3^e édition revue et augmentée.

Plusieurs solutions potentielles, qui impliquent l'agent dans un engagement, ont montré que le vol fonctionnait dans le bon sens et maintenait une entreprise à la hauteur des yeux d'un gestionnaire qui s'efforce de réduire le risque d'opportunisme.

Pour les théoriciens de l'agence, de nombreux mécanismes permettent de résoudre ces problèmes et faire de la firme une organisation stable, rentable et efficace pour surveiller les dirigeants.

La théorie de l'agence contredit la thèse managériale en expliquant que les relations de l'agence entre actionnaires et dirigeants peuvent être encadrées selon des règles de gouvernement d'entreprise (incitations) et conduire à une efficacité productive.

1.2. Approche partenariale de la firme

Le modèle partenarial trouve son origine au sein de la théorie des contrats incomplets, notamment dans les travaux de Grossman et Hart (1986)⁹; Hart et Moore (1990)¹⁰. Selon cette vision, la société est un ensemble de contrats multilatéraux (réunissant différents partenaires ayant des intérêts différents), dont les synergies sont à la base de la création de valeur. Cette approche conduit l'entreprise à prendre en compte la participation de toutes les parties prenantes au travail de l'organisation et qui, sans exception, participent dans le processus de création et de distribution de valeur, faites en sorte que l'actionnaire n'est plus le seul créancier qui reste, pour cette raison, les dirigeants ont la tâche de prendre des décisions en fonction des intérêts des « stakeholders ».

Pour Donaldson et Preston (1995), les parties prenantes sont des personnes ou des groupes ayant des intérêts légitimes dans des aspects procéduraux et substantiels de l'activité de l'entreprise. Selon eux, les parties prenantes sont identifiées à travers leurs intérêts dans l'entreprise, ces intérêts ont une valeur intrinsèque. Ces deux auteurs schématisent la relation entre l'entreprise et ses différentes parties prenantes à travers le modèle suivant (schéma 1).

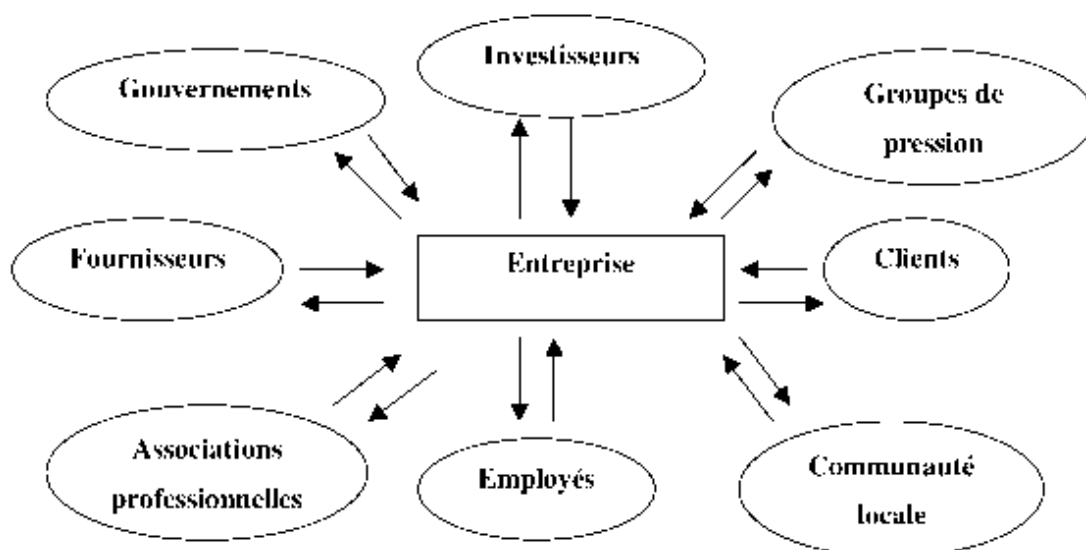
Dans cette vision, les Parties Prenantes désignent les fournisseurs, clients, employés, investisseurs, la communauté, etc. (voir le schéma 1).

⁹Grossman S. et Hart O., "The costs and Benefits of Ownership: A theory of vertical and lateral integration", *Journal of Political Economy*, vol.94, 1986, p. 691-719, cité dans Gérard Charreaux, janvier 2004, "Les théories de la gouvernance: de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux".

¹⁰Hart O. et Moore J., "Property Rights and the nature of the firm", *Journal of Political Economy*, vol. 98, n°6,1990, p.1119-1158, cité dans Gérard Charreaux, janvier 2004, "Les théories de la gouvernance: de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux".

Selon Donaldson et Preston (1995), le concept de partie prenante a été appliqué à d'autres types d'organisations: les services publics, les programmes sociaux... Mais il recouvre des réalités diverses car les acteurs ne ressemblent pas nécessairement à ceux de leur modèle. Dans le cas particulier des associations de notre échantillon, les contributeurs de ressources les plus importants constituent les parties prenantes principalement citées par nos interlocuteurs. Au premier rang de ceux-ci, on retrouve l'Etat et les collectivités qui n'utilisent pas la générosité publique dans les structures professionnelles sont des financiers importants.

Schéma N°01 : Les parties prenantes



Source : adapté de Donaldson et Preston, 1995, p. 69 (extrait de Mercier, 2001, p.4)

Après avoir illustré toutes ces théories, on constate qu'il n'existe pas de théorie pionnière de la gouvernance, mais plusieurs théories, appartenant au même paradigme avec des différentes interprétations et définitions, ce que nous allons voir dans la section suivante.

Section 2 : Définitions, origines, composantes et mécanismes de la gouvernance d'entreprise

A travers cette section nous aborderons les points suivants, à savoir la définition de la gouvernance, les différentes définitions du concept de gouvernance d'entreprise, ses origines, ses composantes, et en fin les divers mécanismes développés par le système de GE.

1. Définitions de la gouvernance

Le concept de gouvernance est très ancien : il est déjà présent dans l'œuvre d'Aristote, où la bonne gouvernance est mentionnée dans la description d'un Etat dirigé par un gouverneur éthique et juste.

Le terme de gouvernance est traité par John Fortescue un légiste anglais qui publia en 1471 « The Governance of England ». Mais les réflexions conceptuelles sur le pouvoir, liée à la naissance de l'Etat moderne à partir du XVI^e siècle, distinguent de plus en plus les notions de gouvernance et gouvernement.

L'histoire du mot gouvernance a connu lumière et éclipses, il provient de grec « kubernan » : piloter un char ou un navire ; qui c'est transformé en latin en « gubernare » : désignant le gouvernement des hommes ; il a été employé comme synonyme de l'art de mieux gouverner¹.

La signification du terme gouvernance et ses fondements théoriques demeurent cependant souvent imprécis dans le langage courant, il est parfois utilisé comme synonyme du terme du « gouvernement », mais plus souvent, il renvoie à des nouvelles formes d'organisation et à de nouvelles modalités de prise de décision, d'une grande diversité, mais dont le point commun serait de ne plus reposer sur un unique organe de direction.

Selon le dictionnaire économique¹¹; la Gouvernance est définit comme un mode de contrôle, d'organisation, de coordination et de régulation s'exerçant au sein des entités économiques ou géopolitiques complexes plus ou moins étendues. On distingue principalement la gouvernance globale (au niveau de l'économie mondiale), la gouvernance-pays (au niveau des Etats-nations) et même si d'autres niveaux, ou domaines, de gouvernance sont à mentionner : gouvernance urbaine, gouvernance de l'Internet...etc.

Cependant, la plupart des organismes régionaux, eux aussi, ont traité le concept de gouvernance¹² :

- **La banque mondiale** : la manière dont le pouvoir est exercé pour gérer les ressources nationales économiques et sociales consacrées au développement ;

¹¹Dictionnaire d'Economie et de Sciences Sociales Claude Danièle Echaude maison BERTI édition, Alger, 2009, P468.

¹² Rapport du Fonds International De Développement Agricole, La Bonne Gouvernance : Une mise Au Point, Rome, 8-9 Septembre 1999.

- **La banque africaine de développement (BAfD)** : la manière dont le pouvoir exercé eut égard à la gestion des affaires publiques d'un pays.

- **Le programme des Nations Unies pour le développement (PNUD)** : l'exercice de l'autorité politique, économique et administrative en vue de gérer les affaires d'un pays à tous les niveaux.

- **Fonds monétaire international (FMI)** : la gouvernance inclut la transparence et la responsabilité en matière de gestion des ressources publiques et s'applique aussi au secteur financier...

Malgré toutes ces définitions, la gouvernance est toujours un concept en plein développement, pour englober d'autres concepts dans différents domaines que ce soit politique, sociale, économique,...etc., dans le cadre de la gestion des affaires d'un pays à tous les niveaux.

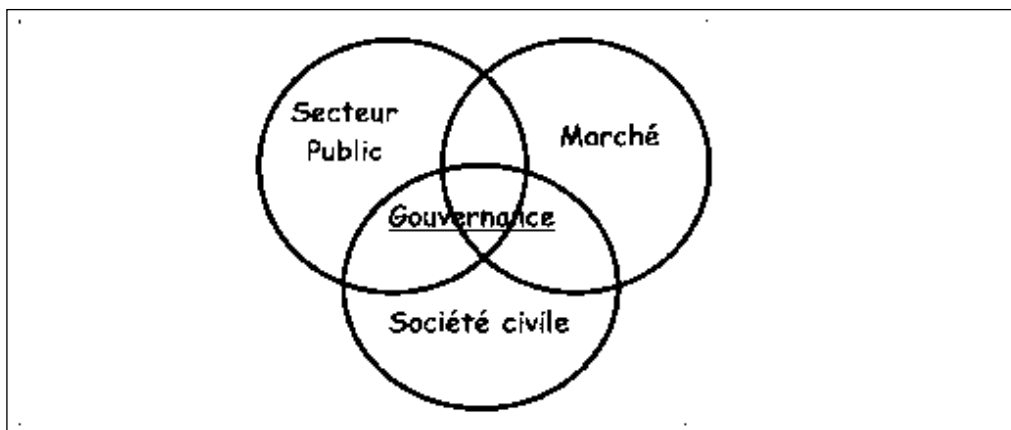
La gouvernance demeure un concept flou, mouvant et « attrape-tout » (Banegas et Meyer, 2002). M.-C. Smouts en donne la définition suivante (1998, p. 89) :

- « la gouvernance n'est ni un système de règle, ni une activité mais un processus ;
- La gouvernance n'est pas fondée sur la domination mais sur l'accommodement ;
- La gouvernance implique à la fois des acteurs privés et des acteurs publics ;
- La gouvernance n'est pas formalisée et repose sur des interactions continues »

La notion de gouvernance exprime autant l'exigence d'une réflexion sur le rapport d'autorité et du pouvoir, la « gouvernance »¹³ est à distinguer de « gestion » ou de « Management » (termes trop limités aux principes qui doivent guider les décisions des gestionnaires) et de « gouvernement » (qui implique une centralisation du pouvoir de direction et une césure entre gouvernants et gouvernés).

Par la suite, le décentrement de la prise de décision signifie le transfert ou le partage du siège de la décision entre plusieurs centres et acteurs. Il s'intéresse aux relations de pouvoir entre acteurs différenciés.

Figure N°01: Les acteurs de la gouvernance



Source : http://www.cairn.info/resume.php?ID_ARTICLE=INNO_039_0169

Les auteurs (Pérez, 2009, Chatelin et Trebucq, 2003, Pastré, 1994) s'accordent sur le fait qu'il n'existe pas de définition commune unique de la notion de gouvernance d'entreprise. En effet, il s'agit d'un concept polysémique associé à d'autres concepts en fonction de la situation et des objectifs de la personne ou l'organisme qu'il souhaite utiliser.

1.1. Le concept de gouvernance d'entreprise

Le concept de gouvernance d'entreprise touche tous les pays industriels du monde, d'où on trouve plusieurs tentatives de définition de gouvernance d'entreprise.

La première fois que l'expression « Corporate Governance » est apparue c'était en 1932, dans les travaux d'Adolf Berle et Gardiner Means « The Modern Corporation and Private Property » et de Ronald Coase « The nature of the firm » qui ont introduit ce concept dans le monde privé suite à la fameuse crise de 1929 qui a entraîné la défaillance des systèmes de contrôle¹⁴.

Le dictionnaire « Robert »¹⁵ dans son édition de 2014 nous propose comme définition du terme gouvernance : « action de diriger ou diriger la conduite de (qcm), exercer une influence déterminante sur, commander ou guider ».

En outre, plusieurs définitions ont été proposées pour mieux comprendre le concept de gouvernement d'entreprise, notamment:

- Le terme gouvernance d'entreprise ou « corporate governance » inclut la nomination des instances de contrôle et de réglementation. Ensuite, il s'agit de tout type d'entreprise, sans se limiter aux sociétés privées cotées sur le marché financier, contrairement à ce que de nombreux écrits ont écrit à ce sujet. Cette définition met l'accent sur les instances de contrôle et de régulation dans l'entreprise, et elle peut se définir alors comme « le système par lequel les entreprises sont dirigées et contrôlées »¹⁶.

- Pour **P.Y.GOMEZ**, le gouvernement (ou gouvernance) de l'entreprise « est un ensemble de dispositions légales, réglementaires ou pratiques qui délimite l'étendue du pouvoir et des responsabilités de ceux qui sont chargés d'orienter durablement l'entreprise. Orienter l'entreprise ; signifie prendre et contrôler les décisions qui ont un effet déterminant sur sa pérennité et donc sa performance durable »¹⁷.

- **P. Wirtz** entend le gouvernement d'entreprise comme étant « l'ensemble des mécanismes régissant l'espace discrétionnaire du dirigeant d'une entreprise et ce dans un contexte institutionnel plus général relatif au pays dans lequel se situe l'entreprise »¹⁸.

¹⁴ Legrenzi Christophe, « Gouvernance d'entreprise et gouvernance informatique », Best practices-Systèmes d'information, N°23, 14 avril 2009, P : 8.

¹⁵ Le ROBERT & Collins business dictionnaire, paris, 2011.

¹⁶ Parrat Frédéric, le Gouvernement d'Entreprise, Dunod, France, 2003, P:11.

¹⁷ GOMEZ Pierre-Yves, Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises françaises, rapport au conseil d'administration de MiddieNext, Cahier n°2, France, Mars 2009, P : 15

¹⁸ Wirtz Peter, « Evolution institutionnelle, Schémas mentaux et gouvernement des entreprises : Le cas KruppThyssen », Finance contrôle et stratégie, volume 2, n°1, France, mars 1999, P : 119.

• L'OCDE, quant à elle, définit la GE comme un concept qui fait référence aux relations entre la direction d'une entreprise, son conseil d'administration, ses actionnaires et d'autres parties prenantes. Elle détermine également la structure par laquelle sont définis les objectifs d'une entreprise, ainsi que les moyens de les atteindre et d'assurer une surveillance des résultats obtenus. Un gouvernement d'entreprise de qualité doit inciter le conseil d'administration et la direction à poursuivre des objectifs conformes aux intérêts de la société et de ses actionnaires et faciliter une surveillance effective des résultats obtenus¹⁹.

Pour synthétiser ces définitions citées précédemment, on peut dire donc que la GE en son sens le plus large est un système de gestion, de direction et de contrôle de projets, par le biais de divers mécanismes, afin de mieux défendre l'intérêt des différentes parties prenantes (salariés, banques, fournisseurs, clients et pouvoirs publics), dans tous les domaines d'activité de la société.

Par ailleurs, la définition de la gouvernance d'entreprise peut également être recentrée sur le contrôle du management ainsi que :

- Le rôle des actionnaires et du conseil d'administration ;
- Les responsabilités des dirigeants et des administrateurs ;
- Les mécanismes de contrôle ;
- Les relations avec les parties prenantes ;
- Les modalités de diffusion de l'information.

1.1.2. Les origines de la gouvernance d'entreprise²⁰

Les origines de la gouvernance d'entreprise sont liées à des scandales financiers dans les pays anglo-saxons.

En 1934, c'est pour rétablir la confiance dans les marchés financiers qu'est créée aux Etats-Unis la SEC (Securities and Exchange Commission). Elle édicte en particulier les règles sur la transparence et l'information donnée aux actionnaires.

En 1970, lors de la faillite de **Penn Central** (première entreprise de chemin de fer américaine), la SEC blâme l'incompétence des administrateurs, leur passivité et l'absence de débats au sein du conseil d'administration.

Dans les années 1980, des actionnaires attaquent les dirigeants opposés à des OPA en leur reprochant de défendre leur intérêt personnel plus que celui des actionnaires. Les tribunaux leur donnent raison et condamnent aussi des conseils qui n'ont pas cherché à s'informer. En Grande-Bretagne, de grandes faillites (BCCI et Maxwell) sont liées à des actions frauduleuses. D'autres scandales mettent à mal les principes de transparence et d'intégrité : chez **Blue Arrow**, le président a délibérément induit son conseil en erreur et chez **Guinness**, il a volontairement présenté des comptes faux.

¹⁹ Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE, document publié par : ORGANISATION DE COOPERATION ET DE DEVELOPPEMENT ECONOMIQUES, France., 2004, P : 11.

²⁰ Hélène Ploix, gouvernance d'entreprise pour tous dirigeants, administrateurs et investisseurs, 2ième Edition, HEC Paris, 2006, pp123-124.

Suite à ces scandales et faillites de nombreuses entreprises, les pays anglo-saxons notamment les Etats-Unis et la grande Bretagne ont pris des mesures correctrices²¹ pour sauver la situation.

Aux Etats-Unis

Les professeurs de droit, les conseils d'administration et les investisseurs institutionnels travaillent en parallèle sur les règles du gouvernement d'entreprise.

En 1977, la SEC approuve une décision du New York Stock Exchange qui oblige les sociétés cotées à se doter d'un comité d'audit composé d'administrateurs indépendants du management et de toute relation avec l'entreprise. La même année est créée la National Association of Corporate Directors (NACD) pour l'information et la formation des administrateurs.

En 1978, les avocats de l'American Bar Association publient le Corporate director's guidebook.

À partir de 1999, le fond de pension des fonctionnaires de l'Etat de Californie, **CalPERS**, travaille étroitement avec la SEC. Cela conduit aux réformes de 1992 sur la publication des rémunérations des dirigeants et sur les modalités du mandat de vote.

Au début des années 1990, les investisseurs institutionnels deviennent actionnaires majoritaires des sociétés cotées et adoptent un rôle d'actionnaire actif. Ils accentuent leur pression sur les entreprises. Pour obtenir de meilleures performances et une meilleure gouvernance d'entreprise. Durant ce temps, les conseils d'administration des plus grandes sociétés se sont réformés d'eux-mêmes : ils ont élargi le nombre d'administrateurs indépendants et développé leur responsabilité de surveillance.

En 1993, le conseil d'administration de **General Motors** sépare les fonctions du président (devenu non exécutif) et celles du directeur général, puis, au printemps suivant, se dote d'une charte destinée à assurer son rôle de surveillance au travers de son indépendance. La même année, le ministère du travail impose au fond de pension public de voter les résolutions présentées en assemblée générale des sociétés étrangères de leur portefeuille. Enfin, un énorme travail collectif, entrepris depuis quinze ans sous la houlette de l'American Law Institute, donne naissance aux Principales of corporate governance. Ils préconisent la distinction entre ceux qui gèrent et ceux qui surveillent et l'existence de trois comités : d'audit, des nominations et du contrôle des rémunérations du conseil.

En Grande-Bretagne

En 1981, la banque d'Angleterre suscite le groupement « Proned », chargé de promouvoir les administrateurs non-dirigeants ou indépendants (non-executive directors).

An avril 1991, L'institutional Sareholders Commitee (fondé en 1973 par les compagnies d'assurance et des fonds de pension) se prononce en faveur de la séparation des fonctions de président et de directeur général, de la création d'un comité d'audit entièrement composé d'administrateurs indépendants et d'un comité de rémunérations.

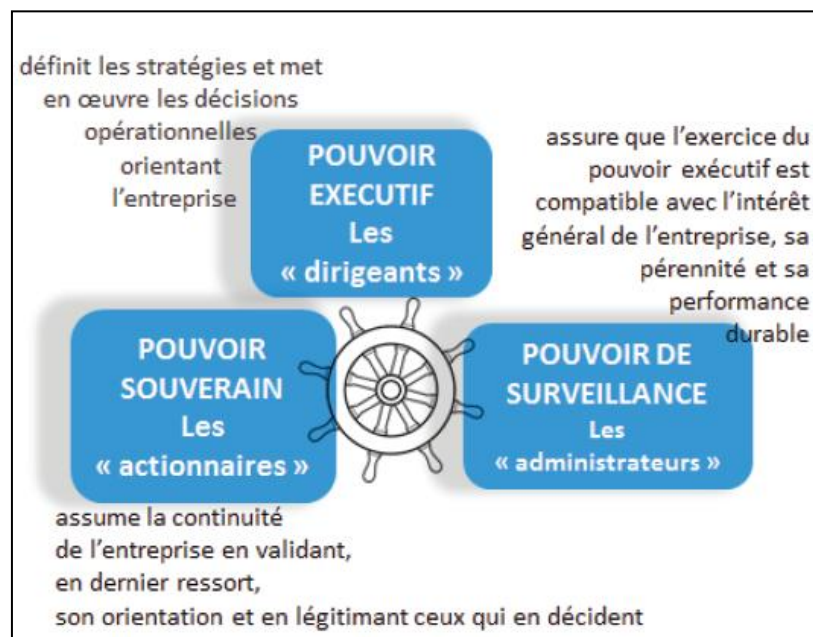
Le 1er décembre 1992, Sir Caldbury publie le premier rapport sur la gouvernance d'entreprise, à la suggestion de la bourse de Londres et d'organisations patronales. Il sera

²¹Hélène Ploix, Op.cit., pp 124-126

suivi d'autres rapports (Rutteman en 1994, Greenbury sur les rémunérations des dirigeants en 1995, Hampel en juillet 1998).²²

1.1.3. Les pouvoirs constituant la gouvernance d'entreprise

Figure N° 02 : Les pouvoirs constituant la gouvernance d'entreprise



Source : Pierre-Yves GOMEZ « Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises françaises », Rapport au conseil d'administration de MiddleNext, Nouvelle édition entièrement revue et actualisée -Mai 2015.

Pour toute entreprise et quelle que soit l'entreprise considérée, trois pouvoirs sont impliqués dans sa gouvernance²³ :

A- Le pouvoir souverain, assume la continuité de l'entreprise en sanctionnant, en dernier ressort, l'orientation de l'entreprise et en légitimant ceux qui en décident. Ce pouvoir est généralement détenu par « les actionnaires ». La question importante est de préciser le contenu de leur pouvoir souverain, les responsabilités qui leur incombent et les moyens concrets de les exercer.

B- Le pouvoir exécutif définit les stratégies et met en œuvre les décisions opérationnelles orientant l'entreprise, dans le cadre des pouvoirs conférés par les précédents. Ce pouvoir est assumé par « les dirigeants ».

C- Le pouvoir de surveillance assure que l'exercice du pouvoir exécutif est compatible avec l'intérêt général de l'entreprise, sa pérennité et sa performance durable. Ce pouvoir est assumé par les mandataires sociaux, membres du conseil d'administration, de surveillance ou assimilés selon les types d'entreprises.

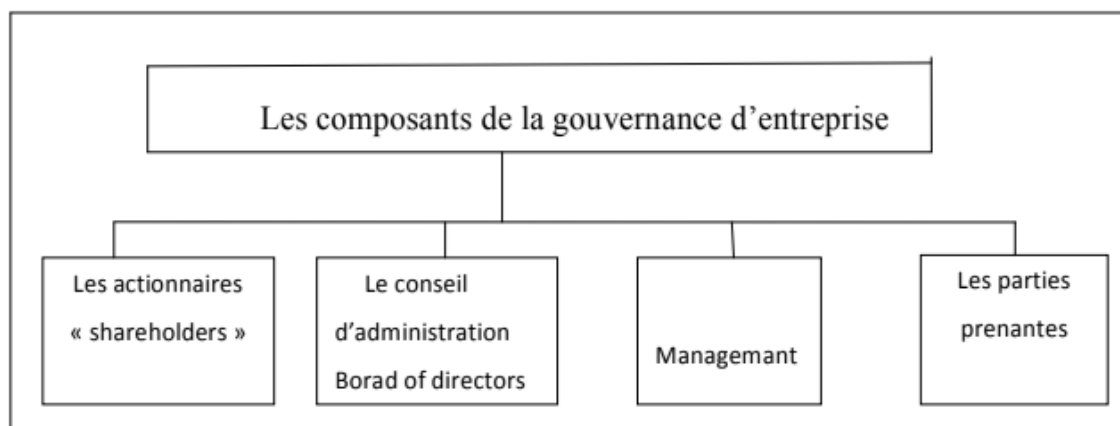
²²Hélène Ploix, Op.cit., pp 124-126

²³ Pierre-Yves GOMEZ « Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises françaises », Rapport au conseil d'administration de MiddleNext, Juin 2009.

L'articulation entre ces trois pouvoirs (souverain, exécutif, surveillance) définit la manière dont l'entreprise est gouvernée. Ces pouvoirs ne sont pas nécessairement détenus par des personnes différentes et peuvent même être concentrés dans les mêmes mains, et leur bon fonctionnement va permettre la pérennité de l'entreprise.

1.1.4. Les composants de la gouvernance d'entreprise

Figure N°03: Les composants de la gouvernance d'entreprise



Source : Frank Bencil « la gouvernance d'entreprises ».éd Economica.Paris.1997.p11.

Les actionnaires, les dirigeants et le conseil d'administration sont parmi les « stakeholders » les plus actifs et les plus décisifs au sein de l'entreprise et dans la littérature.

- **Les actionnaires « shareholders »** : ils sont les détenteurs du pouvoir au sein de l'entreprise, et sont appelés à l'allouer partiellement ou totalement aux mandataires sociaux. En se débarrassant de la gestion, ils cèdent au dirigeant le droit de propriété virtuel contre la perception d'une rémunération équitable.
- **Les dirigeants** : ils sont liés aux actionnaires par un contrat et sont appelés à exercer le pouvoir alloué par ces derniers pour maximiser leurs intérêts
- **Le conseil d'administration** : il est appelé à évaluer et à ratifier les décisions stratégiques et à contrôler l'exercice du pouvoir et la latitude managériale des dirigeants.
- **Les parties prenantes « stakeholders »** : le concept des parties prenantes désigne tous les partenaires extérieurs de l'entreprise, cette expression d'origine anglaise (elle est la traduction du mot stakeholder) englobe ainsi tout à la fois les partenaires économiques de l'entreprise en particulier, les fournisseurs et clients, et pourquoi pas concurrents, les actionnaires, investisseurs institutionnels, syndicats, mais aussi et surtout ceux qui sont touchés par l'activité de l'entreprise, même si celle-ci n'en a pas toujours conscience au même degré : collectivités locales, défenseurs de l'environnement, et Organisations Non Gouvernementales (ONG).

1.1.5. Principaux standards de Gouvernance d'Entreprise

Les standards de gouvernance²⁴ visent à améliorer le respect des principes d'Équité, de transparence, de responsabilité et d'imputabilité :

Équité : Les droits et devoirs des parties prenantes, ainsi que les privilèges et obligations qui y sont attachés, doivent être répartis de manière équitable.

Transparence : Ces droits et devoirs, ainsi que les prérogatives et responsabilités qui en découlent, doivent être claires et explicites pour tous.

Responsabilité : Les responsabilités des uns et des autres ont des objets précis non partagés.

Imputabilité : Chaque partie prenante est comptable devant une autre pour la chose sur laquelle est responsabilisée.

1. Les mécanismes de gouvernance d'entreprise :

La gouvernance d'entreprise est un ensemble de règles et de procédures qui sert à gérer et à diriger l'organisation d'une firme, cela se résume dans l'ensemble de mécanismes mis en place par les théoriciens pour discipliner les dirigeants et minimiser les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires, nous parlons donc de mécanismes internes et externes.

1.1. Typologie des mécanismes de gouvernance d'entreprise :

A partir des travaux de Williamson, Charreaux (1996) a pris acte de la distinction proposée par la théorie de l'agence mais, constatant qu'il est de plus en plus difficile de distinguer les frontières des organisations modernes (les actionnaires sont-ils internes ou externes à l'entreprise ?), il a proposé de classer les mécanismes de gouvernance en fonction de deux critères, leur degré de spécificité et leur degré d'intentionnalité²⁵:

²⁴Voir le code de gouvernance d'entreprise en Algérie. EDITION 2009, P27.

²⁵PARRAT Frédéric. Op.cit., p69.

Tableau N°01 : Typologie des mécanismes de gouvernance des entreprises.

	Mécanismes spécifiques	Mécanismes non spécifiques
Mécanismes intentionnels	<ul style="list-style-type: none"> - Contrôle direct des actionnaires (assemblée) ; - Conseil d'administration ; - Système de rémunérations d'intéressement ; - Structure formelle ; - Auditeurs internes ; - Comité d'entreprise ; Syndicat « maison ». 	<ul style="list-style-type: none"> - Environnement légal et réglementaire ; - Syndicat nationaux ; - Auditeurs légaux ; Associations de consommateurs.
Mécanismes non spontanés	<ul style="list-style-type: none"> - Réseaux de confiance informels ; - Surveillance mutuelle des dirigeants ; - Culture d'entreprise ; - Réputation auprès des salariés. 	<ul style="list-style-type: none"> - Marché financier (dont celui des prises de contrôle) ; - Intermédiation financière ; - Crédit interentreprises, - Marché du travail ; - Marché politique ; - Marché du capital social ; - Environnement sociétal ; - Environnement médiatique ; - Culture des affaires ; Marché de la formation.

Source : G, Charreaux, « vers une théories du gouvernement des entreprises », édition Economica1997, p 427.

2.2. Les mécanismes internes

Le contrôle interne s'effectue à plusieurs niveaux grâce à des mécanismes internes de gouvernance qui sont généralement mis en place par des ententes contractuelles (implicites ou explicites) (Boujenoui et Zeghal, 2006).

2.2.1 Le conseil d'administration

Le conseil d'administration est un mécanisme de gouvernance essentiel. Il constitue un organe de surveillance crucial pour les membres du conseil d'administration et joue un rôle important en matière de discipline des dirigeants. Il est nommé par les actionnaires et qu'il est censé représenter les forces en présence au sein de l'actionnariat.

Le conseil a pour rôle de convoquer les assemblées générales, de nommer et de révoquer le président du CA et les dirigeants, de surveiller la gestion de la Société, d'approuver la stratégie, de suspendre les comptes et de contrôler la qualité des informations.

Pour les théoriciens de l'agence, l'AC est un moyen de discipline important pour réduire les coûts de l'agence²⁶.

Dans la théorie de l'agence, pour, Fama (1980) et Jensen (1983) la mission du conseil d'administration est de contrôler et de lutter contre la collusion (entente secrète) entre les dirigeants et les administrateurs internes, leur présence est aussi nécessaire car ces derniers participent quotidiennement à la vie de l'entreprise et disposent d'une information spécifique.

Le CA a fait l'objet de nombreuses recherches empiriques car il s'agit d'un mécanisme disciplinaire intéressant. Parmi les études menées, nous citons à titre d'exemple l'étude de Marck, Shleifer et Vishney (1989) et celle de Parrino (1997) qui montrent que le CA fait évoluer la performance des dirigeants en prenant en considération la situation du secteur d'activité de l'entreprise.

Le conseil définit la stratégie de l'entreprise en laissant le soin à la direction de mettre celle-ci en œuvre. Il possède plusieurs moyens d'action pour faire pression sur les dirigeants. Ainsi, c'est au conseil d'administration que revient la tâche de nommer et d'évaluer les dirigeants. Un dirigeant ne répondant pas aux attentes du conseil se trouve dès lors sous la menace directe d'un licenciement. Le conseil définit également, de manière individuelle, la rémunération des dirigeants. Il peut donc utiliser cet élément pour inciter les dirigeants à suivre la ligne stratégique décidée.

2.2.2. Les systèmes de rémunération

Il existe trois principaux types de rémunération des dirigeants, afin d'inciter et motiver le dirigeant, il faut trouver le bon mixte, c'est-à-dire la bonne recette qui permet d'assurer la composition de ces trois éléments qui sont²⁷ :

1.2.2.1. La rémunération fixe

Il s'agit, généralement d'un montant fixe qui ne dépend pas des performances de l'entreprise, ce montant est toujours déterminé par un contrat ou une résolution de l'assemblée des actionnaires ou le conseil d'administration.

²⁶Peter Writz, Politique de financement et gouvernement d'entreprise, Ed Economica, Paris, 2002, PP : 215-217

²⁷Ibid, PP: 217-218.

2.2.2.2. La rémunération basée sur des critères et mesures comptables

Ce type de rémunération est, généralement un pourcentage du résultat comptable (résultat d'exploitation, valeur ajoutée, résultat de l'exercice avant impôt, excédent brut d'exploitation...).

Cette méthode permet l'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires mais elle présente des inconvénients car les dirigeants seront tentés d'utiliser des pratiques comptables qui permettent de faire ressortir des indicateurs de performance et des résultats à court terme, ce qui serait terrible pour l'exercice suivant.

2.2.2.3. La rémunération basée sur les marchés boursiers

L'intérêt d'utiliser un système offrant la possibilité aux dirigeants de détenir des parts de la société, et d'aligner les intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires, ce mode de rémunération repose sur l'attribution d'acte ou d'option permettant d'acquérir des actions dans le futur, à un cours déterminé au départ (stock-option)²⁸.

En effet, une étude menée par **P. Desbrières** en 1991 confirme l'efficacité d'un tel système. Plusieurs autres chercheurs ont procédé à l'étude des différents systèmes de rémunération en testant leur relation avec la performance de l'entreprise.

Murphy (1985) explique qu'il existe une relation positive entre la performance et toutes les composantes de la rémunération (salaire + bonus), la valeur des options d'achat d'actions et la rémunération totale. Par ailleurs, **Ofek** et **Yermak** (2000) ont étudié l'impact de la rémunération des dirigeants par des actions ou par des stocks options, sur l'évolution de leur propriété, et les chercheurs ont découvert que ce type de rémunération était le plus utilisé par les sociétés américaines au cours des années 1990.

« La rémunération des dirigeants doit pouvoir monter à des niveaux très élevés en cas de succès de l'entreprise, à condition qu'en cas d'échec elle puisse être faible », déclare Claude Pibar. Au-delà de la théorie, la discussion porte sur la récompense des dirigeants s'introduit dans les pratiques, qui varient considérablement selon les pays et les entreprises.

Les stock-options ont pour objectif d'aligner les intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires, en favorisant les investissements à long terme et en réduisant l'opportunisme.

De nombreux auteurs ont montré les limites du système des stocks options, car le plan d'achat d'actions est souvent plafonné individuellement et peut inciter le dirigeant à prendre des risques pour accroître ses plus values boursières potentielles.

²⁸Peter Writz, Op.cit. P: 219.

2.2.3. L'assemblée générale des actionnaires

L'assemblée générale des actionnaires (AG) peut permettre de suppléer les insuffisances du conseil d'administration²⁹. Elle est le rassemblement de l'ensemble des membres d'une organisation afin qu'il rencontre les dirigeants ou les membres de son conseil d'administration et puissent éventuellement prendre des décisions. Son objet est d'examiner les comptes de l'année précédente et de prendre des décisions concernant le CA.

Par conséquent, il pourrait rejeter certaines des résolutions proposées, notamment des modifications statutaires favorisant la position des dirigeants. Toutefois, dans la pratique, les contrôles exercés par l'Assemblée générale sont rarement efficaces, en particulier dans les entreprises au capital dispersé. Le coût du contrôle d'une minorité d'actionnaires peut être prohibitif et empêcher ceux-ci de mettre en place des mécanismes de surveillance efficaces. Les actionnaires doivent avoir la possibilité de voter pour déterminer la rémunération des dirigeants.

2.2.4. La surveillance mutuelle³⁰

Si l'on estime que les cadres et les salaires sont évalués en permanence sur le marché du travail, il est fort probable que leur valeur dépend des résultats obtenus par leur entreprise. Pour ne pas risquer de voir leur image se dégrader sur le marché, les cadres et les salariés ont tendance à surveiller ce qui se passe en interne et à dénoncer les comportements susceptibles de porter atteinte à la performance de l'entreprise. C'est cette surveillance interne qui est censée dissuader les comportements opportunistes.

2.2.5. L'endettement³¹

Jensen (1986) et Stulz(1990) estiment que l'endettement est l'un des moyens les plus efficaces pour discipliner les équipes managériales. Un dirigeant à la tête d'une entreprise endetté a en effet l'obligation de dégager un cash-flow positif pour que les emprunts puissent être remboursés.

L'endettement permettrait notamment de diminuer les dépenses inutiles en obligeant les dirigeants à dégager de façon récurrente un cash-flow positif. S'il est toujours possible de faire comprendre aux actionnaires qu'il n'y aura pas de dividendes, il est quasiment impossible d'expliquer aux prêteurs que les échéances bancaires ne seront pas honorées.

2.3 Les mécanismes externes

Ces mécanismes sont dus à des facteurs externes offrant un moyen de contrôle afin

²⁹PARRAT Frédéric. Op.Cit,P 65

³⁰PARRAT Frédéric. Op.Cit,P 65

³¹PARRAT Frédéric. Op.Cit, P65

d'imposer des restrictions aux dirigeants qui les encouragent à gérer mieux l'entreprise en fonction des attentes des actionnaires.

2.3.1. Le marché financier

Le marché financier intervient comme un mécanisme de contrôle dans la mesure où les actionnaires mécontents peuvent se défaire de leurs titres en entraînant ainsi une baisse qui induit une diminution de la rémunération des dirigeants s'il existe une indexation et rend plus difficile l'appel au marché pour se financer³². Ensuite, le marché financier intervient sous la forme du marché du « contrôle des sociétés » (M.C.Jensen et R.S.Ruback, 1983).

En effet, si les objectifs stratégiques choisis par les dirigeants ne satisferaient pas à la contrainte de maximisation de la richesse, un conflit d'intérêt apparaît entre les dirigeants et les actionnaires qui peut être résolu grâce à un instrument contraignant: la menace puis l'exécution d'une prise de contrôle externe qui induit une modification des contrats fondamentaux, c'est-à-dire pour les dirigeants, est un risque de révocation à l'issue de la prise de contrôle.

Ce « marché du contrôle » peut aussi exercer son rôle disciplinaire qu'une prise de contrôle complète n'intervienne. On parle alors du « marché du contrôle partiel », marché, en réalité, beaucoup plus actif que le précédent comme l'on constaté J.E.Bethel, Porter Liebeskindet T.Opler (1998).

2.3.2. Marché des prises de contrôle ou des fusions et acquisitions

Le marché des prises de contrôle est un instrument disciplinaire car les menaces d'OPA (offre publique d'achat) qui pèsent sur les dirigeants exercent une pression sur eux en les sanctionnant en cas de mauvaise gestion ou de manque de transparence dans l'information (Asymétries informationnelle) transmise au marché.

Les opérations de fusion-acquisition sont censées intervenir lorsque la firme possède un réel potentiel de croissance inefficacement gérée ; c'est ainsi le remplacement de l'équipe dirigeante doit permettre d'améliorer les résultats.

2.3.3. Marché du travail des dirigeants de l'entreprise

Les participants individuels de la firme, en particulier les dirigeants, font face à la discipline et aux opportunités proposées par le marché du travail pour leurs services tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la firme (E.F. Fama, 1980)³³.

Le marché du travail est ainsi un instrument de discipline qui s'exerce sur les dirigeants à l'initiative du conseil d'administration³⁴.

³² F. PIERRE, B. D'AUSTACHE, op cit, p 118.

³³ J. CABY et al, op cit, p 119.

³⁴ Fatimata Ly- BARO, Op., Cit, pp 99-100.

S'il n'y a pas d'indexation de salaire sur la performance, le meilleur d'entre eux partira. Inversement, si les dirigeants sont inefficaces, ils peuvent être remplacés, soit par des individus de l'entreprise (marché du travail interne), soit par des individus externes à l'entreprise (marché du travail externe).

2.3.4. Marché des biens et services

La concurrence sur le marché des biens et services joue un rôle important dans le contrôle des dirigeants³⁵. En effet, un dirigeant qui choisit une stratégie conçue pour répondre à ses intérêts uniquement aux dépens des actionnaires peut avoir des conséquences sur les coûts de production et le prix de vente, ce qui peut rendre la société moins compétitive. Plus la concurrence est forte, plus ce mécanisme sera efficace, ils sont tentés de faire attention à leur réputation: choisissez le meilleur et excluez le moins compétitif / le plus opportuniste

Enfin, en cas d'opportunisme affirmé ou de mauvaise gestion, les actionnaires peuvent vendre leurs actions pour exprimer leur mécontentement. Ces menaces incitent les dirigeants à gérer la firme conformément aux souhaits des actionnaires, comme ils souhaitent éviter cette disparition pour échapper à toute sanction et améliorer le bien-être de l'entreprise.

Pour synthétiser, la gouvernance d'entreprise comprend des mécanismes de surveillance, y compris des processus, des structures et des informations utilisées pour guider et superviser la gestion de l'entreprise. Cela inclut les moyens par lesquels les conseils d'administration et la haute direction sont responsables de leur travail, ainsi que pour l'établissement et la mise en œuvre des fonctions et des programmes de surveillance. En particulier, elle fait référence aux mécanismes par lesquels les entreprises sont gérées et contrôlées de l'intérieur, assurant ainsi l'organisation efficace de l'autorité dans l'entreprise.

L'étude des structures de gouvernance d'entreprise dans différents pays a permis de distinguer les pays anglo-saxons de ceux d'Europe et du Japon, d'où les systèmes de gouvernance fondés sur des principes différents.

³⁵Peter Writz, politique de financement et gouvernement d'entreprise, Ed- Economica, 2002 Paris, PP: 219-220.

Section 3 : Les systèmes de GE existants et la GE des entreprises familiales

La distinction existante entre les pays anglo-saxons et ceux d'Europe et du Japon a permis de séparer leurs systèmes de gouvernement d'entreprise. Dans cette section, nous expliquerons les trois systèmes existants, puis nous parlerons de GE pour les entreprises familiales.

1. Les systèmes de GE existants

L'ensemble des études ayant trait à la gouvernance d'entreprise statue sur l'existence de trois systèmes de gouvernances dominantes, un système anglo-saxon où les marchés financiers jouent un rôle essentiel, un système germano-nippon dans lequel les systèmes intermédiaires sont dominants et un système hybride caractérisé par l'intervention de l'Etat en tant que modérateur, alors :

1.2.1. Système anglo-saxon³⁶

Le modèle anglo-saxon, dont l'objectif est de maximiser la richesse des actionnaires, opère sur la base de la suprématie des marchés financiers dans la prise de contrôle des firmes et que ce soit par le biais des offres publiques d'achat (OPA) ou par le marché du travail ou des dirigeants.

Ce système s'est établi suite de la crise de 1929 en vue de limiter le champ d'activité et la puissance des institutions financières par la mise en place de contraintes légales à la prise de contrôle des entreprises par les institutions bancaires, à cet effet, ce système orienté-marché accorde un rôle prépondérant accordée au marché comme lieu de confrontation de l'offre de la demande, respectant l'autonomie des consommateurs, reflétant la fonction de préférence des agents économiques et déterminant l'allocation des ressources.

Le système de gouvernance de ce modèle se caractérise par un marché financier développé, un marché de prise de contrôle actif et une dispersion de la propriété du capital de l'entreprise.

Ce modèle limite la participation des banques et des investisseurs institutionnels au capital des firmes à 5%, et l'absence des participations croisées.

Il est noté que ce modèle se fonde sur une séparation, d'une part, des fonctions de propriété et de décision, et d'autre part, celle des actionnaires et des créanciers. Cette situation provoque des conflits d'agence et la résolution de ce genre de conflits s'effectue par le biais de trois mécanismes : le marché de prise de contrôle, le contrôle par le conseil d'administration et le marché de travail.²⁰

En effet, le système orienté-marché constitue une menace permanente pour les dirigeants du fait de l'existence de modalités de contrôle externe contraignante à l'exemple de l'OPA, la

³⁶PARRAT Frédéric, « le gouvernement d'entreprise », Ed. Maxima, Paris, 1999, Page. 217.

dispersion et la liquidité du droit de propriété, l'existence d'un système d'information transparent sur les firmes et par conséquent ce modèle exige du dirigeant une allocation efficace.

Néanmoins, ce système privilégie une logique de court terme qui peut impliquer des risques importants de rupture des contrats implicites comme il conduit forcément à une baisse des investissements spécifiques, en plus ce système orienté-marché peut engendrer des coûts de contrôle et de surveillance liés à la résistance des dirigeants et induit généralement à un comportement d'enracinement par la mise en œuvre des stratégies de croissance externe.

1.2.2. Système germano-nippon³⁷

Le modèle germano-nippon s'inscrit dans une vision organique de la firme fondée sur l'idée de coalition des différents « stakeholders », le système orienté-réseau repose essentiellement sur la banque qui est à la fois créancière et actionnaire principale de l'entreprise et aussi par les partenaires de la firme.

Ce système est caractérisé par un actionnariat concentré, des participations croisées entre entreprises non financières et un mode de gestion des entreprises dual (le conseil de surveillance et un directoire), en effet, une dichotomie entre les tâches du contrôle et de direction comme il développe une vision dualiste par laquelle la priorité est à la protection des intérêts des salariés, de ce fait, ce modèle a tendance à adopter une vision à long terme.

La structure du capital, dominée par les participations croisées entre firmes à un niveau de deux tiers, et la qualité d'actionnaires majoritaires des banques et de première source de financement externe ce qui leurs attribue la fonction de surveillance et d'influence sur la gestion des firmes indirectement, et si les performances sont insatisfaisantes, ce n'est pas les marchés financiers qui sanctionnent les managers mais les pressions des banques à travers la rémunération.

Ainsi, ce système orienté-réseau présente trois avantages, en premier lieu, les problèmes liés à l'exercice du contrôle sont moins importants comparant avec le système orienté- marché d'où un contrôle plus facile des dirigeants du fait que la résolution des conflits soit souvent négociée à l'intérieur du « groupe ». En deuxième lieu, les coûts de restructuration en cas de défaillance sont faibles ; en troisième lieu, et étant donné que les rôles des actionnaires et des créanciers sont souvent confondus, donc, les coûts liés aux conflits entre ces deux acteurs sont par conséquent faibles.

Cependant, ce système supporte lui aussi des inconvénients à l'exemple de l'enracinement des dirigeants et l'allocation non efficace des ressources.

³⁷F. PARRAT, Op.cit, P221.

1.2.3. Système hybride

Le système de gouvernance est dit hybride car il est le résultant d'une fusion entre le système orienté-marché et le système orienté-réseau où le contrôle s'opère à la fois par le biais du marché et des institutions financières.

Ce système s'est établi à la suite du désengagement de l'Etat à travers la cession des participations au capital de nombreuses sociétés performantes après une vague de nationalisation, les pays adoptant ce système ont été en faveur d'une détention du capital à la fois, par les banques et par les marchés financiers, cette démarche a conduit à une concentration relativement importante de l'actionnariat et à l'existence de participations croisées et circulaires entre sociétés, guidées par une logique plus financière opérant dans des systèmes orienté-réseaux.

Le système hybride instaure deux types de contrôles externes : le premier s'effectue par le marché financier par le biais des prises de participation et de contrôle, tandis que le deuxième contrôle s'exécute par les participations croisées (crédit interentreprises) à travers la structure actionnariale des firmes marquées par la présence des institutions financières et non financières, tandis que le contrôle interne s'opère par le biais du conseil d'administration ou de surveillance associé à un directoire.

1. La gouvernance des entreprises familiales

La particularité du système de gouvernance des entreprises familiales a été soulignée par plusieurs chercheurs (Melin et Nordqvist, 2000 ; Carney (2005) ; Miller et Breton-Miller, 2006).

Pour Kenyon- Rouvinez et Ward (2004) : le gouvernement de l'entreprise familiale est un concept très particulier et différent de celui issu de la théorie de l'agence Il s'agit « d'un système de processus et de structures mis en place au plus haut niveau de l'entreprise, de la famille et de l'actionnariat, pour garantir les meilleures décisions concernant la direction, les responsabilités et le contrôle de l'entreprise ». Par conséquent, une attention particulière doit être portée à la famille, aux échanges formels et informels entre ses membres et à l'autorité effective exercée sur la société par le contrôle de la propriété, du conseil d'administration et de la direction.

Définition³⁸

Une entreprise est dite « familiale » quand son capital est détenu majoritairement par des personnes physiques ayant un lien de parenté.

Une définition officielle a été publiée par la Commission européenne et le Groupement européen des entreprises familiales (GEEF) qui a précisé que l'entreprise est familiale si la majorité des votes est détenue de la famille est impliquée dans le management ou

³⁸ Cabane Pierre, « Manuel de gouvernance d'entreprise : missions et fonctionnements des conseils, meilleures pratiques de gouvernance, rôle des administrateurs », Paris : Eyrolles, 2013, p116.

l'administration de l'entreprise. Pour les entreprises cotées en bourse, le caractère familial est acquis dès lors que la famille fondatrice et ces descendants possédant 25% des droits de votes.

2.1. Les caractéristiques de la gouvernance dans l'entreprise familiale

Charreau³⁹ conçoit la gouvernance d'entreprise comme l'ensemble des questions visant à décrire, expliquer et comprendre les systèmes, leur évolution et leur fonctionnement. L'auteur ajoute que le domaine du gouvernement des entreprises dépasse la seule relation entre les actionnaires et les dirigeants et doit être défini dans une perspective plus large. Or les entreprises familiales sont des entités complexes dans lesquelles les rôles respectifs de la famille, du management et de l'actionnariat sont souvent confondus (Gallo et Kenyon-Rouvinez, 2004 ; Lievens, 2006). Elles représentent des organisations particulières nécessitant une gouvernance particulière (Nordqvist et Melin (2002). Hirigoyen (2002) reconnaît « la famille comme une structure de gouvernance ». Cette gouvernance familiale englobe celle de la relation préexistante entre les membres de la famille et pourrait alors être interprétée comme l'ensemble des explications et des descriptions de ses structures, son évolution et son fonctionnement.

Pour Melin et Nordqvist (2000) le gouvernement de l'entreprise familiale est un concept très particulier et différent de celui de la théorie de l'agence. Il s'agit : « des processus, des principes, des structures et des relations qui aident les propriétaires de la firme à atteindre leur but et objectifs » (Melin et Nordqvist , 2000, p 7). Le gouvernement des entreprises familiales devait donc traiter du pouvoir et de l'influence de la famille sur l'entreprise et non des relations entre propriétaires et dirigeants.

On peut, donc, conclure que la famille constitue ainsi un mécanisme de gouvernance au niveau de l'entreprise familiale. Elle implique l'existence des relations fortes et durables. La force des relations est amplifiée à cause des liens familiaux et des rôles multiples des membres familiaux dans la firme. Ces relations sociales permettent aux entreprises familiales de contrôler efficacement le comportement de l'agent familial et de régler les conflits (Fama et Jensen, 1983).

2.2. Missions et objectifs de la gouvernance familiale⁴⁰

L'aspect familial est ce qui différencie les entreprises familiales par rapport aux autres d'où, la famille joue un rôle crucial dans la gouvernance de son entreprise.

Lorsque l'entreprise en est à l'étape de son fondateur initial, très peu de question liée, à la gouvernance familiale peuvent surgir, puisque toutes les décisions sont prises par le fondateur.

A travers le temps, au fur et à mesure que la famille traverse les étapes de son cycle de vie, des générations plus récentes rejoignent l'entreprise familiale, leur arrivée se traduit par des

³⁹Charreaux Gérard « Le gouvernement des entreprises : Corporate governance Théories et Faits, éd economica, 1997, p 17

⁴⁰ S. Abouzaid, « Manuel de gouvernance des entreprises familiales », IFC, Washington, 2018, p21.

idées et des options différentes concernant la manière dont l'entreprise devrait être dirigée et sa stratégie définie. Il devient alors obligatoire d'établir une structure de gouvernance familiale claire qui disciplinera les membres de la famille, empêchera les conflits éventuels et garantira la continuité de l'activité. Fondamentalement un système de gouvernance familiale est mis en place pour réaliser les objectifs suivants :

- Communiquer les valeurs, la mission et la vision à long terme de la famille à tous ses membres.
- Maintenir les membres de la famille (particulièrement ceux qui ne sont pas impliqués dans l'entreprise) au courant des principaux accomplissements commerciaux, des défis et des directions stratégiques de l'entreprise.
- Communiquer les règles et les décisions qui pourraient affecter l'emploi des membres de la famille, les dividendes et les autres bénéfices qu'ils perçoivent de l'entreprise ;
- Etablir des canaux de communication formels qui permettent aux membres de la famille de partager leurs idées, leurs aspirations et leurs problèmes ;
- Permettre à la famille de se réunir et de prendre les décisions nécessaires.

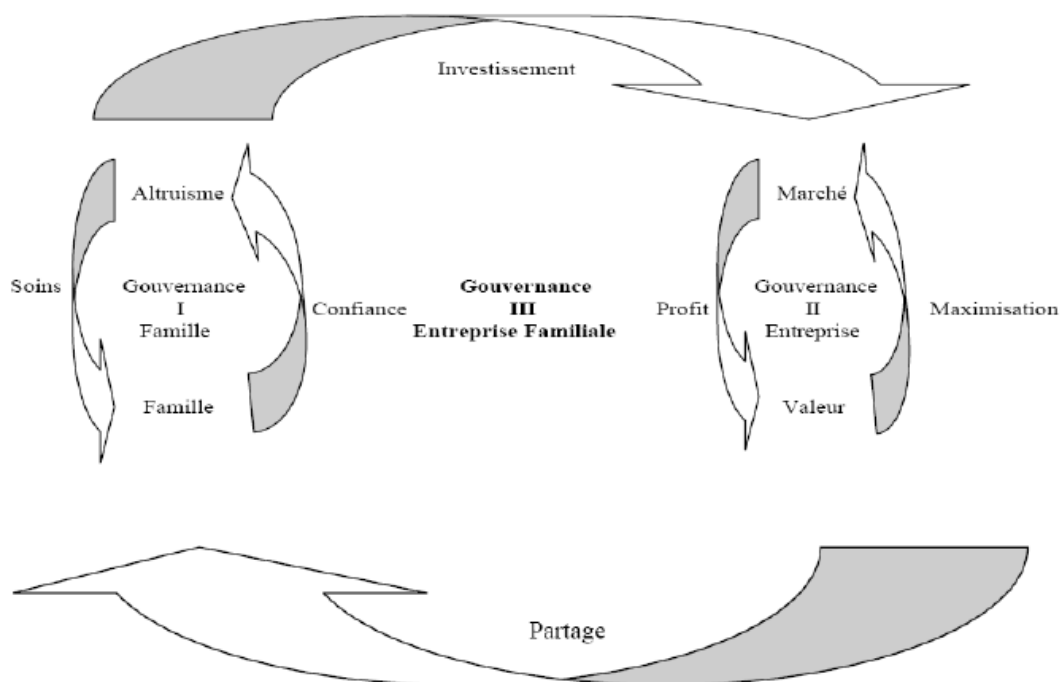
Le fait de développer une telle structure de gouvernance contribuera à instaurer la confiance entre les membres de la famille (particulièrement entre ceux à l'intérieur et ceux à l'extérieur de l'entreprise) et à unifier la famille, ce qui augmentera alors les chances de viabilité de l'entreprise.

2.3. Les relations entre la gouvernance de l'entreprise et la gouvernance familiale

La présence d'un ou plusieurs membres d'une famille dans le capital d'une entreprise, constitue un impact sur sa direction, son management, sa gestion opérationnelle, ses processus stratégiques (Chrisman et al. 2003), son horizon temporel, sa culture et sa structure (Davis and Harverston 1998), et leur gouvernance (Mustakalio et al. 2002; Ward 2003).

Figure N°04 : Bouclage des mécanismes de gouvernance dans l'entreprise familiale d'après Steier (2003).

Bouclage des mécanismes de gouvernement dans l'entreprise familiale d'après Steier (2003)



Source : Lwango (xxxx)

Selon Steier (2003)⁴¹, la cohabitation au sein de l'entreprise familiale est de deux types de rationalités. Ce type d'organisation coordonnerait en effet d'un côté une rationalité « altruiste » caractéristique de la famille (gouvernance familiale), et de l'autre une rationalité « marchande » (gouvernance d'entreprise), plus formelle, caractéristique de l'entreprise. Les objectifs de la famille sont selon cet auteur liés à la reproduction de la famille et se traduisent par les soins apportés aux membres familiaux et aux relations familiales. L'altruisme et la confiance seraient le moteur de la réalisation de ces attentes. Les objectifs de l'entreprise sont la maximisation de la valeur créée et du profit. Le marché serait le mécanisme de gouvernance générique le plus adapté à la concrétisation de ces objectifs. Ainsi la gouvernance de l'entreprise familiale devrait assurer un équilibre, une harmonie entre ces deux types d'objectif.

En fin on peut dire que la famille est un mécanisme de gouvernance au niveau de l'entreprise familiale ; qui aide à gouverner mieux l'organisation de l'entreprise.

⁴¹Christophe Coche, « Structures Familiales et Gouvernement de l'Entreprise Familiale », Institut Français de Gouvernement des Entreprises – EM Lyon.

1.4. Le rôle des membres de la famille dans la gouvernance de leur entreprise

Dans les entreprises familiales typiques, une personne peut avoir plusieurs rôles et responsabilités avec des motivations différentes, ce qui accroît les défis auxquels les entreprises familiales sont confrontées par rapport à leurs équivalents non familiaux.

• **Les propriétaires** : Parmi les rôles d'un propriétaire, on peut citer :

- propriétaire uniquement.
- propriétaire/ dirigeant.
- propriétaire/membre de la famille.
- propriétaire/membre de la famille/dirigeant.
- propriétaire/ administrateur.
- propriétaire/membre de la famille/administrateur

• **Les dirigeants** : Un des problèmes courants dans les entreprises familiales est la différence de traitement entre les dirigeants issus de famille et les dirigeants externes. Dans de nombreuses entreprises familiales, une partie où la totalité des postes de direction sont attribués à des membres de la famille. Cela peut avoir un impact négatif sur les motivations et les résultats des dirigeants hors famille. Définir une politique de recrutement claire et juste (pour les employés issus de la famille et pour ceux qui ne sont pas issus de la famille) aide les entreprises familiales à maintenir leur motivation et leur meilleur intérêt dans la croissance de l'entreprise.

• **Les administrateurs** : La plupart des entreprises familiales réservent ce droit pour les membres de la famille et, dans certains cas, pour les dirigeants non issus de la famille qui ont une grande confiance en eux. La majorité des décisions sont prises par les responsables de la famille. Dans le cadre de l'exemple de distribution de dividendes, les administrateurs familiaux travaillant dans l'entreprise seront encouragés à réinvestir les bénéfices pour augmenter leur potentiel de croissance. En revanche, les responsables de la famille qui ne travaillent pas dans l'entreprise et qui préfèrent distribuer des bénéfices sous forme de dividendes aux actionnaires familiaux. Ces points de vue divergents peuvent entraîner des conflits au sein du conseil.

• **Les membres de la famille** : Les membres de la famille peuvent avoir différentes responsabilités, droits et attentes vis-à-vis de leurs actions. Le degré d'accès à l'information reste le principal problème de ceux-ci. En effet, les membres qui travaillent dans l'entreprise ont généralement accès à ce type d'informations en temps voulu, contrairement à ceux qui ne font pas partie de la société. Les entreprises familiales doivent établir des canaux de communication afin que tous les membres de la famille soient informés de l'activité, la stratégie globale de direction de l'entreprise.

2.4. La gouvernance des entreprises algériennes

La GE est une démarche libre et volontaire, mais qui s'affirme comme une condition essentielle à la croissance des entreprises et à leur survie dans les contextes de crise. Aujourd'hui, les pratiques de la bonne gouvernance d'entreprise sont adoptées dans tous les pays du monde, se qui est le cas en Algérie.

La première action initiée en Algérie en vue de vulgariser les principes de cet ensemble de règles est intervenue l'année 2009, la tenue de 2007 à Alger du séminaire international sur la gouvernance d'entreprise (le premier en Algérie) a initié cette démarche, il a permis au milieu des affaires et aux institutions de prendre conscience sur les avantages multiples de la promotion de la gouvernance d'entreprise en Algérie.

A partir de là, il est apparu nécessaire que le premier pas effectué dans cette démarche était d'élaborer un code algérien de GE. Le CARE (le cercle d'action et de réflexion autour de l'entreprise), le FCE (le forum des chefs d'entreprise) et l'APAB (l'association des producteurs algériens de boissons) se sont engagés à traduire l'idée en projet et à assurer sa concrétisation avec l'appui et le soutien du ministre de la PME et de l'artisanat (MPMEA) ainsi que de la société financière internationale (SFI).

Pour l'élaboration de ce code une taskforce représentative du monde des affaires et de l'ensemble des institutions a été mise en place, dès novembre 2007, sous la dénomination GOAL08⁴², allusion à « Gouvernance Algeria 08 ».

Dans le cadre de ses travaux, GOAL08 a utilisé comme référence « les principes de gouvernance de l'entreprise de l'OCDE » et s'est inspiré des expériences internationales marquantes en tenant compte des spécificités du contexte économique algérien.

Le Goal trace les grandes lignes des standards de gouvernance qui visent à améliorer « le respect des principes d'équité, de transparence, de responsabilité et d'imputabilité ». Il est considéré comme un document de base pour les entreprises algériennes, publiques et privées, qui veulent améliorer leurs performances et leur compétitivité sur le marché intérieur et extérieur, ont expliqué ses initiateurs, à leur tête le Forum des chefs d'entreprises (FCE).

Ce qui a mis à la disposition des entreprises algériennes un référentiel didactique, moderne consensuel, évolutif, ultralibéral et international, ce code s'adresse de manière très particulière⁴³ :

⁴² Composition de GOAL 08 : Président : Slim OTHMANI, Taieb TAIBI (Coordinateur), Abdelkrim BOUGHADOU (Interface Ministère de la PME et de l'Artisanat – MPMEA), et d'autres membres : Meriem BELLIL – MEDJOUBI, Hind BENMILOUD, Hela BENATTIA – LAGHOUBATI, Sabrina BOUHERAOUA, Insaf KHELLADI, Jean BEUCHER, Mohamed BOUCHAKOUR, Naceur BOURENANE, Richard FREDERICK, Réda HAMIANI, Ali HARBI, Lies KERRAR.

⁴³ Le code de gouvernance d'entreprise en Algérie. EDITION 2009 P19

- A la grande masse des PME privées. Celles-ci sont en quête de pérennité et ambitionnent de s'imposer comme base d'une économie de marché moderne et performante, et moteur du développement national ;
- Aux entreprises cotées en bourse, ou se préparant à l'être.

De manière spécifique, le code de gouvernance d'entreprise a, pour finalité, de prendre en charge les préoccupations suivantes :

- Comment améliorer la relation banque entreprise ?
- Comment attirer des investisseurs externes au noyau initial, souvent familial ?
- Comment établir une relation de confiance avec l'administration fiscale ?
- Comment clarifier les relations entre actionnaires ?
- Comment clarifier les relations entre actionnaires et managers non actionnaires ?
- Comment clarifier les responsabilités dans l'équipe exécutive ?

Tout en s'inscrivant dans le cadre des lois et règlements en vigueur (code de commerce), ce code ne revêt aucun caractère légal et ne comporte aucune disposition contraignante. Ce code est juste une référence et une source d'inspiration à la disposition des entreprises.

Suite à la différenciation des contextes économiques d'un pays à un autre, a engendré une spécialisation des systèmes de GE, ce qui fait des entreprises algériennes être gouvernées par un code de gouvernance algérien.

L'adoption par l'Algérie d'un tel code montre également aux organismes internationaux que notre pays s'oriente vers ces bonnes pratiques.

La bonne gouvernance permet de rassurer les prêteurs (les banques), l'ouverture du capital, permet aussi de sortir de l'impasse et les évolutions de ce code permettront de rendre compte des bonnes démarches pour les entreprises.

Conclusion

Le débat sur la gouvernance des entreprises a fait l'objet d'un intérêt renouvelé après les nombreux scandales financiers qui ont frappé les grandes entreprises, et généré une crise de confiance ayant conduit à un profond questionnement sur les pouvoirs et autres avantages dévolus aux dirigeants de ces entreprises. Stimulés probablement par ces faits, la plupart des auteurs ayant contribué à la réflexion sur ce sujet ont centré leurs travaux sur la mise en place de mécanismes permettant d'encadrer le pouvoir des dirigeants, afin d'éviter la spoliation des actionnaires et /ou de l'ensemble des apporteurs de ressources, d'harmoniser les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants afin de préserver la pérennité de l'entreprise. Une bonne gouvernance d'entreprise peut réduire les risques de crise financière (qui engendre des coûts), assure une bonne ambiance de travail qui favorise et encourage la création de la valeur.

D'un modèle financier axé sur la protection des intérêts des actionnaires, les théories de la gouvernance ont évolué pour devenir des modèles plus complexes qui impliquent toutes les parties prenantes et accordent une plus grande importance aux dimensions productives de la création de valeur, du fait que l'entreprise est un groupe de ressources économiques, humaines,...etc., ayant comme un but de création de la valeur organisée à cet effet, par la mise en œuvre d'une stratégie d'entreprise.

Instaurant un nouvel équilibre des forces entre toutes les parties prenantes de l'entreprise, la gouvernance d'entreprise confère au monde des affaires un rôle majeur à travers sa contribution à la création de la richesse.

**CHAPITRE 2:
LA GOUVERNANCE
D'ENTREPRISE
ET LA CREATION
DE LA VALEUR**

Chapitre 2 : Gouvernance d'entreprise et création de la valeur

Introduction

L'idée de création d'une entreprise est synonyme du processus de création de valeur, ce qui fait de lui aujourd'hui un thème très intéressant et important pour l'économie. La création de la valeur est un élément essentiel de la vie économique d'une entreprise, il est à l'origine de nombreuses recherches suite à son intérêt dans différents domaines des sciences de gestion au sein d'une firme.

Pour atteindre cet objectif, les dirigeants des entreprises sont placés devant une multitude de décisions financières et stratégiques, traçant les travaux et les tâches à réaliser, et cela par un ensemble de règles et de codes de bonne conduite. Donc la création de la valeur doit être dirigée et orientée par des principes permettant d'organiser les pouvoirs dans la firme, d'où en trouve la gouvernance d'entreprise traite des mécanismes nécessaires à la négociation des différents intérêts de tous les acteurs participants dans ce processus.

Afin de répondre à notre objectif, le chapitre sera scindé en trois sections : la première traite des définitions et fondements théoriques de valeur et de la création de la valeur, la deuxième les indicateur permettant de mesurer cette valeur créé, et enfin, la troisième traite l'effet des mécanismes de gouvernance d'entreprise sur la création de la valeur.

Section 1 : Définition et fondements théoriques de valeur et de la création de la valeur

Nous présentons dans cette première section les concepts fondamentaux de valeur et de création de valeur, son origine et les moyens nécessaires pour ce processus.

1. Définition de la valeur

La valeur est un concept polysémique, omniprésent en sciences de gestion, ainsi que le notent Bréchet et Desreumaux, 2001 : « la valeur, notion régulièrement mobilisé en science de gestion, et l'objet d'une pluralité de regards disciplinaire sans réelle lecture fédératrice approfondie »⁴⁴.

⁴⁴ C.Hoarau, R.Teller, « Création de valeur et management de l'entreprise », éd Vuibert, Paris, 2001, P 08-09

1.1. Définition économique de la valeur ⁴⁵

La valeur d'un bien économique est ce qui détermine le rapport d'échange de ce bien avec un autre bien. Pour les économistes de l'école classique ainsi que pour K.MARX (1818-1883), il convient de distinguer la valeur d'usage et la valeur d'échange.

Cette dernière détermine uniquement les relations d'échange et trouve son origine au travail (parler de travail de valeur). Ainsi, les économistes classiques et les théoriciens marxistes partagent une théorie objective de la valeur⁴⁶. En revanche, pour l'école autrichienne et la théorie néoclassique, la valeur du produit découle de l'intérêt ou de la satisfaction qu'il procure au consommateur (la valeur de l'utilité). C'est une théorie subjective de la valeur

1.2. Définition financière de la valeur

En finance le problème de la valeur n'a jamais été soulevé, presque au paravent les financiers estimaient la valeur de l'entreprise à partir des documents comptables. Cependant, en termes de valeur, la distinction entre la finance et la comptabilité est nécessaire car elle reflète deux perspectives différentes:

- La première c'est l'optique comptable : qui insiste sur l'estimation des actifs, suivie par la détermination de la dette, pour obtenir par la différence la valeur des capitaux propres.
- La deuxième c'est l'optique financière: c'est une appréciation directe de la valeur de capitaux propres et des dettes, ou l'estimation des actifs n'est plus nécessaire.

1.3. Définition comptable de la valeur

La valeur comptable ou la richesse qui peut être déduite du bilan est basée sur des estimations hautement approximatives (subjectives), y compris des réductions d'actifs, qui sont basées sur des intentions plus ou moins importantes des gestionnaires des comptes (Casta et Colasse, 2001)⁴⁷. Les capitaux propres comptables ne donnent pas la « vraie » valeur créée ou valeur économique. L'obtention d'une valeur proche de celle-ci nécessite un retraitement.

On peut dire que la valeur peut s'envisager sous deux angles :

⁴⁵Alain Beitone, Antoine Cazorala, Christine Dollo, Anne-Mary Draï, « Dictionnaire de Sciences économique », édition MEHDI, BP 309 Boghni Tizi-Ouzou, décembre 2012,P 463.

⁴⁶ Alain Beitone, Antoine Cazorala, Christine Dollo, Anne-Mary Draï, « Dictionnaire de Sciences économique », édition MEHDI, BP 309 Boghni Tizi-Ouzou, décembre 2012,P 463.

⁴⁷ Laurent Cappelletti et Djamel Khouatra, « CONCEPTS ET MESURE DE la création DE VALEUR ORGANISATIONNELLE », Comptabilité - Contrôle - Audit / Tome 10 - Volume I - Juin 2004, P131-132.

- Pour le consommateur, elle est fondée sur le concept économique de demande. Les produits sont considérés comme un ensemble d'attributs. Ils ont donc des configurations différentes pour satisfaire des segments de consommateurs, caractérisés par des fonctions de demandes distinctes.
- Pour l'entreprise la valeur s'analyse sur chaque activité accomplie (au sens de la chaîne de valeur) en demandant si, dans l'absolu, cette activité est vendable aux clients.

2. La création de la valeur

Tout d'abord, sachant que le processus visant à développer le potentiel de l'activité, qu'il soit mis en œuvre directement par la firme (croissance interne) ou par une fusion acquisition (croissance externe), ne devrait pas être réalisé uniquement si cet investissement a un impact positif en terme de "création de valeur".

La création de valeur est présentée comme un excédent à l'occasion des transactions et des échanges impliquant une contrepartie monétaire.

Le concept de création de valeur s'est propagé très rapidement depuis une quinzaine d'année. Il y a une tendance non seulement à évaluer la création de valeur pour l'actionnaire mais également à tous les partenaires de l'entreprise

Seule une entreprise qui crée de la valeur durable a les moyens de financer son développement, de payer ses salaires, de former ses employés et de produire des biens ou des services de haute qualité.

Définition

« La création de valeur économique est au cœur de l'activité des organisations et au centre de leur vocation, de leur raison d'être et de leur stratégie » (Savall et Zardet, 1998).⁴⁸

« La création de la valeur est un concept dans la mesure où elle dépend en parties des attentes des différents acteurs de l'organisation ; ainsi, la création de la valeur est en premier lieu l'utilisation des ressources pour répondre à un besoin. Néanmoins l'économie de marché, le système de prix constitue fréquemment un bon substitut à la notion de valeur pour mesurer la performance des différentes consommations de ressources »⁴⁹.

Price Waterhouse suppose qu'une entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires lorsque le rendement du capital investi dépasse son coût. La valeur actionnariale correspond alors à la valeur économique de la société après déduction de ses dettes. Elle correspond à la valeur nette du cash flow futur de l'entreprise actualisée au coût moyen pondéré du capital. Malgré

⁴⁸ Laurent Cappelletti et Djamel Khouatra, « CONCEPTS ET MESURE DE la création DE VALEUR ORGANISATIONNELLE », Comptabilité - Contrôle - Audit / Tome 10 - Volume I - Juin 2004, P134

⁴⁹ Philippe LARDY, Benoit PIG : « La gestion stratégique des coûts », édition EMS, Paris, 2001, P129

cette apparente simplicité, les méthodes comptables traditionnelles peuvent être inadéquates ou inappropriées pour mesurer la création de valeur.

Selon Pablo Fernández (2001)⁵⁰, une entreprise crée de la valeur pour les actionnaires lorsque le rendement des actionnaires est supérieur au coût d'actions (le rendement requis du capital). En d'autres termes, une société crée de la valeur en un an, quand il dépasse les attentes.

2.1. Création de la valeur pour les parties prenantes

« **Stakeholder value** » ou création de la valeur pour « les parties prenantes » s'inscrit dans une optique de gestion « pluraliste » où créanciers, clients, fournisseurs, employés, managers et les actionnaires ont tous une part dans la valeur créée⁵¹.

Les créanciers de l'entreprise créent de la valeur lorsqu'ils sont remboursés dans les temps (le respect de l'échéance), et à partir des moyens intéressants. L'entreprise réussit à créer de la valeur pour ses clients en subvenant à leur besoins, grâce à la meilleure offre prix qualité, ces derniers sont évidents sauf si l'entreprise propose des produits et services de qualité à des prix raisonnables tout en préservant la marge bénéficière.

Les fournisseurs réussissent à créer de la valeur, dans le cas où l'entreprise leur verse des marges plus élevées, dans les brefs délais et de façon cash. Quant aux managers et aux employés la création de la valeur se résume à une meilleure rémunération.

2.2. La création de la valeur pour les actionnaires

La création de la valeur actionnaires renvoie directement à la notion « **shareholder value** » qui constitue à elle seule la deuxième optique de création de la valeur⁵².

Le concept de formation de valeur pour les actionnaires relève d'une approche de gestion appelée « moniste » car il considère que l'actionnaire, est propriétaire de l'entreprise, doit être seul au cœur de la politique générale de celle-ci, la valeur créée sera alors exclusivement la sienne.

Selon A. BLACK « La valeur actionnariale est la valeur économique d'une entreprise après déduction de ses dettes »⁵³.

⁵⁰Fernández. P., 2001, « A Definition of Shareholder Value Creation », IESE Business School, Madrid, Spain, April 26, p6.

⁵¹ C.Hoarau, R.Teller, « Création de valeur et management de l'entreprise », éd Vuibert, Paris, 2001, P 13

⁵² Ibid. P19

3. Origine de la création de valeur

La création de valeur se focalise sur l'actionnaire, mais sa construction est mise en œuvre par le noyau stratégique dans l'organisation complexe de l'entreprise⁵⁴.

La création de valeur se concentre sur l'actionnaire, mais par conséquent elle est réalisée par une base stratégique complexe et spécifique de la firme. La valeur réelle est créée suite l'activité économique de l'entreprise. En fait, le seul facteur déterminant de la création de valeur est la rente économique gérée par l'entreprise en mettant en œuvre une bonne stratégie.

Un projet réellement rentable, se traduit par rente économique, qui veut dire une situation permettant d'aboutir un taux de retour sur investissement supérieur au taux de rentabilité requis compte tenu des risques. Cette rente que peut dégager l'entreprise est simplement due à l'avantage stratégique dont elle dispose.

L'apport principal de Rappaport⁵⁵ est de redéfinir une démarche stratégique où les approches valeur pour l'actionnaire et 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.

Par conséquent, la logique dérivée de la théorie financière, en termes de flux de trésorerie actualisés, est greffé à base d'un selon une logique stratégique. Son objectif est d'utiliser des modèles d'évaluation stratégiques pour identifier les moteurs de création de valeur afin de mettre en évidence les éléments clés d'une stratégie conçue pour créer de la valeur pour les actionnaires.

La source de l'avantage stratégique de l'entreprise peut se dériver par une faiblesse des coûts de productions (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).

⁵³ A. BLACK, P.WRIGHT, J. BALCHMAN, « Gestion de la valeur actionnariale », Dunod, Paris, 1999, P 14.

⁵⁴ THOMAS Olivier, « Création de valeur actionnariale et communication financière », Université de Bretagne Occidentale Institut d Administration des Entreprises de Brest, Septembre 2004.

⁵⁵ Alfred Rappaport : professeur de finance américain («Creating Shareholder Value», 1986).

Figure N° 05 : les facteurs de la création de valeur

Objectifs 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 marges IS	Période de croissance de la valeur	Investissements BFR immobilisations	Coût 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.

La mise en place des dirigeants à une stratégie, permet de s'immuniser face aux imperfections de marché des biens et services ou les facteurs de production, les barrières d'entrée permettent à l'entreprise de se procurer une rente économique. La théorie des marchés à l'équilibre nous enseigne cependant qu'il est très difficile de créer durablement de la valeur⁵⁶, cela signifie, perpétuer cette rente économique. En fait, le taux de rendement produit à moyen terme tend à être celui souhaité, compte tenu des progrès technologiques et de la déréglementation qui réduisent les barrières à l'entrée et les rentes économiques que chaque dirigeant doit s'efforcer de bâtir et de conserver.

Enfin cette rente est possible sauf si elle résulte 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. Les leviers de création de la valeur

Trois types de leviers sont à l'origine de la création de valeur pour l'entreprise : des leviers stratégiques stricto sensu, des leviers financiers et des leviers de « gouvernance

⁵⁶ Cf. chapitre 32, «valeur et finance d'entreprise», Vernimmen, Dalloz, 4 ème édition, 2000

d'entreprise »⁵⁷. Ces derniers, compte tenu de leur lien particulièrement étroit avec le concept de création de valeur, font l'objet de la section qui s'en suit.

4.1. Les leviers stratégiques

L'analyse de l'impact des décisions stratégiques sur la création de la valeur s'appuie traditionnellement sur l'étude de l'avantage concurrentiel des entreprises⁵⁸. Cependant, il considère également que les motivations stratégiques sont attribuées aux décisions d'investissement parce que la décision d'investissement est une décision stratégique fondamentale.

4.1.1. L'avantage concurrentiel

La modélisation d'A. Rappaport (1987) met le lien entre l'avantage concurrentiel et la création de valeur fondée sur les travaux de Porter (1986).

Cette modélisation permet de constater que la création de la valeur, découle des choix et des décisions stratégiques de l'entreprise (attractivité du secteur d'activité, la concurrence,...) mais également que des leviers de création de valeur (taux de croissance du chiffre d'affaires, marge opérationnelle, investissement en BFR, investissement en immobilisations, coût du capital), leurs mise en place soutient l'optimisation de la gestion de l'entreprise.

L'utilisation de ces leviers permet la génération des flux de cash-flow, indépendamment de la nature de l'avantage concurrentiel. Ainsi, la sélection des secteurs d'activité, les politiques fonctionnelles adoptées, et des positions et des avantages concurrentiels à rechercher peuvent être guidés par la création de la valeur.

4.1.2. Les opérations de croissance interne

De nombreuses recherches ont montré que la valeur de marché de l'entreprise est favorablement influencée par les investissements en immobilisations, les dépenses en recherche et développement et de façon générale, par des investissements de nature stratégique.

Il convient de rappeler que, dans certaines circonstances, une application stricte des normes financières, telles que la valeur actuelle des cash-flows, peut entraîner le rejet des projets à haute valeur stratégique. Par conséquent, certains projets devraient être évalués non seulement en fonction du taux de rendement en termes de coût du capital, mais également en fonction des coûts et des risques stratégiques auxquels l'entreprise est exposée si elle ne réalise pas ces investissements.

⁵⁷ J.Caby, G.Hirigoyen, « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise », 3éd Economica, Paris, 2005, p39.

⁵⁸ Jérôme CABY, Gérard HIRIGOYEN, « création de la valeur d'entreprise » 2° Edition,

4.1.3. Les opérations de croissance externe

En ce qui concerne les décisions d'acquisition, elles constituent un domaine d'étude avec distinction pour évaluer l'efficacité des décisions stratégiques en termes de création ou de destruction de valeur. En réalité, les acquisitions n'ont de sens que parce qu'elles permettent d'améliorer les résultats des activités en cours ou acquises. Il est donc normal que de nombreuses études tentent de vérifier la relation entre les stratégies mises en œuvre et les performances sur une base expérimentale.

Les résultats obtenus ces dernières années ont montré que les performances extraordinaires réalisées tendent à indiquer que la stratégie d'acquisition profite davantage aux actionnaires de la société cible, ce qui crée plus de valeur que la société acquise.

Cependant, les résultats les plus embarrassants sont toutefois ceux de Roll (1986), Fowler et Schmidt (1989), et Sudarsanam, Holl et Salami (1993) qui attestent d'une anticipation de synergie négative, le plus souvent accompagnée, du fait des primes offertes, d'un transfert de richesse au détriment des actionnaires des entreprises acquéreur.

4.2. Les leviers financiers

Plusieurs types de leviers financiers existent pour accroître la valeur actionnariale, parmi ceci, les rachats d'action et la gestion des risques des prix financiers.

4.2.1. Les rachats d'action

Jusqu'à une époque très récente, les opérations de rachats en bourse d'action pour réduire les capitaux demeuraient rares, mais, cela s'est multiplié depuis 1998.

L'offre publique de rachat de leurs propres actions par les sociétés est un élément intéressant de la stratégie financière de certains groupes industriels. Elle est à la source d'une importante flexibilité recherchée par les dirigeants pour établir une structure rationnelle du capital permettant l'accroissement de la valeur actionnariale. Le principal objectif de la stratégie de rachat est de déterminer la taille et la formation du capital pour maximiser l'intérêt à long terme des actionnaires mesuré par la richesse (valeur de l'action sur le marché) et par la rentabilité (dividende par action).

4.2.2. La gestion des risques des prix financiers

La gestion rationnelle des risques des prix financiers permet d'accroître la valeur actionnariale.

Selon Smithson, Smith et Wilford (1995), les prix financiers sont les taux d'intérêt, les prix des devises et les prix des matières premières. Les entreprises mettent en place des processus et des stratégies permettant de se protéger contre les divers risques. Ces stratégies encouragent la création de la valeur.

Cependant, l'entreprise peut utiliser des méthodes comptabilisables afin de mieux gérer les risques qui menacent les prix financiers des actions. Ainsi, pour le risque de change, il peut emprunter dans la devise du client ou délocaliser des unités de production à l'étranger. Une autre solution consiste à utiliser des instruments "hors-bilan" : options, contrats à terme bancaires et contrats à terme boursiers.

Ce risque est géré par un processus d'arbitrage entre les coûts des outils, les politiques de réduction des risques et les bénéfices que cela rapporte en termes de coût d'opportunité. La gestion des risques réduit la volatilité des cash-flows (avant impôts) et, en conséquence, la volatilité de la valeur de l'entreprise. Cette gestion permet également de réduire la probabilité du risque de défaillance. La question qui se pose est toutefois celle de savoir comment la couverture des risques affecte les cash-flows réels d'une entreprise.

La gestion des risques augmente la valeur pour les actionnaires en évitant les coûts de faillite. Lorsqu'une entreprise est détenue par des propriétaires ne disposant pas d'un portefeuille d'investissements diversifiés (propriétaire unique, petite entreprise familiale...), la gestion des risques permet d'accroître la valeur de l'entreprise, pour ces propriétaires, par la réduction du risque spécifique.

La valeur est un concept clé en économie, d'où chaque entreprise se préoccupe de créer et de maximiser cette valeur, qui est le fameux pion de l'entreprise, qui permet d'avoir une entreprise à futur fleurissant.

Vus l'exigence des actionnaires en cette matière, de multiples leviers sont mis en place, et parmi ces leviers nous avons choisis les plus marquants qui sont les leviers stratégiques, les leviers financiers et les leviers de gouvernance d'entreprise qui sont complémentaire et pertinents pour l'évolution de l'entreprise. Cette création de valeur est mesurée grâce à des indicateurs, ces derniers font l'objet de notre section suivante.

Section 2: Mesure de création de la valeur.

Le principe de maximisation de la valeur a transformé la société d'une entité contractuelle en une organisation partenariale, parallèlement sa valeur correspond au profit, à la valeur actionnariale et enfin à la valeur partenariale.

Cette valeur créée est mesurable grâce à des indicateurs, ces indicateurs se départagent selon deux critères : interne (valeur intrinsèque) et externe (valeur boursière).

Nous allons illustrer dans notre section les différents indicateurs sur lesquels l'entreprise s'appuie pour déterminer la création ou la destruction de la valeur.

1. La valeur intrinsèque

Les indicateurs de valeur intrinsèques sont liés à la gestion interne de l'entreprise, également appelés indicateurs de gestion, car ils mesurent la performance économique de l'entreprise en comparant la richesse générée par l'entreprise au moment du travail au capitaux investis.

1.1. Les indicateurs traditionnels

Les indicateurs traditionnelle c'est des indicateurs qui sont calculés à base des données comptables, afin de calculer la rentabilité que sa soit la rentabilité économique ou financière.

1.1.1. Définition de la rentabilité

Selon C.Hoarau⁵⁹ la rentabilité est définie comme « l'aptitude de l'entreprise à accroître la valeur des capitaux investis, autrement dit, à dégager un certain niveau de résultat ou de revenu pour un montant donné des ressources engagées dans l'entreprise. Un taux de rentabilité exprime le rapport entre un flux de revenu perçu au cours d'une période et la masse de capitaux investis pour l'obtenir ». On distingue deux types de rentabilité ; la rentabilité économique et la rentabilité financière.

1.1.1.1. La rentabilité financière

La rentabilité financière, ou Return On Equity (ROE) exprime la performance de l'entreprise après prise en compte de sa performance financière et fiscale et mesure la

⁵⁹ C.HOARAU, « Analyse et évaluation financière des entreprises et des groupes », éd Vuibert, Paris, 2008, P172

rentabilité ou le rendement comptable des capitaux propre⁶⁰. Elle est calculée en rapportant le résultat net réalisé au total des capitaux propres de l'entreprise.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Résultat net}}{\text{les capitaux propres}}$$

C'est une rentabilité qui dépend essentiellement de la rentabilité des capitaux employés, toute en assurant un bon arbitrage entre les fonds propres, la dette financière et du coût de la dette (les frais financiers).

1.1.1.2. La rentabilité économique

La rentabilité économique mesure la performance des activités de l'entreprise, elle représente la performance économique de l'entreprise indépendamment de sa structure financière et de la répartition de ses gains entre actionnaires et créanciers.

Exprimé sous forme de taux, le ratio a pour dénominateur le total des actifs. On assimile donc la rentabilité économique à la rentabilité des actifs économiques. Au numérateur, on peut faire figurer le résultat d'exploitation, ou l'EBE ou encore la valeur ajoutée.

La rentabilité économique est appréciée à partir du ratio qui comparent une marge ou un résultat d'exploitation ou opérationnel au montant de la masse des capitaux employés dans les activités de l'entreprise. Il existe deux indicateurs de la rentabilité économique: Le ROA (Return On Assets) et le ROCE (Return On Capital Employed).

1.1.1.2.1. Le ROA (Return On Assets)

Le Return On Assets, ou taux de rendement de l'actif investi, qui s'intéresse à la rentabilité des actifs nets. Il mesure le rendement de la totalité ou d'une partie des actifs figurants dans le bilan.

Ce ROA est déterminé en comparant le résultat net avec l'actif mobilisé dans l'activité, à partir de ce ratio :

$$\text{ROA} = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Actif}}$$

1.1.1.2.2. LE ROCE (Return On Capital Employed)

Le ROCE détermine la capacité de l'entreprise à créer de la valeur. Il correspond à la marge brute de l'entreprise divisée par les capitaux employés. Les capitaux employés, aussi

⁶⁰ Idem.

désignés actifs économiques ou de capitaux investis, correspondent à la somme des capitaux propres et de l'endettement financier net.

$$\text{ROCE} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{CAPITAUX EMPLOYES}}$$

1.2. Les indicateurs financiers

Les indicateurs financiers reflètent taux de rentabilité des capitaux investis, plus précisément sur l'indicateur CFROI.

1.2.1. Cash Flow Return On Investment (CFROI)

CFROI c'est un indicateur qui a été proposé par cabinet Holt Value Associates, qui appartient désormais au Crédit Suisse-First Boston (CSFB), le CFROI est utilisé par les gestionnaires de portefeuille ainsi par les dirigeants.

Il correspond au taux de rendement des capitaux employés estimé sur la base des flux de trésorerie futurs. le CFROI exprime le rapport entre l'ensemble des cash-flows d'exploitation actualisés au coût du capital et la valeur brut des actifs économiques ayant permis de générer les dits cash-flows.

$$\text{CFROI} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{CFEt} (1 + \text{CMPC})^{-t}}{\text{AEB}}$$

Avec :

CFROI: Le Cash Flow Return On Investment;

CFE : le cash-flow d'exploitation ;

CMPC : le coût moyen pondéré du capital ;

AEB : l'actif économique

CFROI est comparé au coût du capital de la société pour déterminer s'il crée de la valeur ou non. Cela peut être apprécié au niveau de chaque département, ce qui en fait un outil de pilotage pour les gestionnaires, même si l'entreprise n'est pas cotée.

1.3. Les indicateurs hybrides

Vu les insuffisances et autres imperfections des mesures comptables traditionnelles, d'autres approches de mesure de la création de valeur sont apparues. Il s'agit essentiellement du critère hybride qui s'exprime par l'indicateur EVA.

1.3.1. L'indicateur « EVA »

L'EVA ou valeur ajoutée économique est une mesure de la performance interne de l'entreprise, qui a été proposé par J.M.Stern et G.B.Stewart imposée comme une norme à

partir de la fin des années 1990. Elle est définie comme étant « une mesure du surplus de valeur produit par une entreprise sur une période de temps qui peut recouvrir un ou plusieurs exercices »⁶¹.

L'EVA correspond à un superprofit, c'est-à-dire à l'enrichissement des actionnaires au-delà de la rémunération qu'ils ont exigée⁶².

Elle est calculée à partir de la formule suivante :

$$\text{EVA} = (\text{ROCE} - \text{CMPC}) \times \text{CI}$$

Avec :

ROCE : rentabilité des capitaux investis.

CMPC : coût moyen pondéré du capital.

CI : capitaux investis dans l'entreprise.

Lorsqu'elle est positive, la rentabilité de l'exploitation excède le coût des fonds disponibles : l'entreprise est créatrice de richesse pour ses bailleurs de fonds. Cela signifie également, du point de vue de l'actionnaire unique, que ses performances sont supérieures aux attentes du marché.

Lorsque l'EVA est négative, l'entreprise détruit de la valeur au détriment de choix stratégiques ou opérationnels plus rentables, les performances réalisées sont inférieures aux attentes du marché, compte tenu de la catégorie de risque à laquelle l'entreprise appartient.

Dans le cas très exceptionnel d'une EVA nulle, il n'y a pas de destruction ou de création de valeur: la rentabilité ne répond qu'aux exigences des prêteurs de fonds.

Enfin, EVA est un instrument de mesure de la valeur pour les actionnaires.

1.3.1.1. Le coût du capital

Le coût moyen pondéré du capital c'est, « le taux étalon correspondant par rapport auquel la performance doit être mesurée » (Black et al. 1997).

Comme son nom l'indique il s'agit d'une moyenne pondérée du coût des fonds propres et du coût de la dette, sa détermination se calcule selon la formule suivante :

$$\text{CMPC} = \text{KCP} \times \frac{\text{CP}}{\text{CP} + \text{D}} + \text{KD} (1 - \text{IBS}) \times \frac{\text{D}}{\text{D} + \text{CP}}$$

⁶¹ F. Pierre, E. Besançon, « Valorisation d'Entreprise », Ed. D'Organisation, Paris, 2004, p.279.

⁶² C.Hoarau, «Analyse et évaluation financière des entreprises et des groupes », éd Vuibert, Paris, 2008. P 217.

Avec :

CP : capitaux propres.

D : dettes.

IBS : impôt du bénéfice des sociétés.

KCP : coût des capitaux propres.

KD : coût de la dette

1.3.1.1.1. Le coût de la dette

Si l'on écarte le risque de faillite, la rémunération des prêteurs peut être mesurée à partir du montant des frais financiers qui leur sont versés⁶³. Étant donné que les intérêts sur les dettes sont déductibles fiscalement des impôts, il est nécessaire de prendre en compte les économies d'impôt sur les sociétés générées par les entreprises qui versent ses intérêts. Le coût de la dette peut être calculé comme suite :

Avec :

$$\text{Coût de la dette} = Id \times (1 - Is)$$

Id : les charges d'intérêt versé.

Is : le taux sur les sociétés.

1.3.1.1.2. Le coût des fonds propres

Les actionnaires sont dans la même position que les créanciers classiques : ils attendent, eux aussi, une rémunération de leur investissement⁶⁴. Mais cela dépend de plusieurs facteurs, notamment du niveau de risque de l'entreprise. Le coût de l'équité peut être estimé de différentes manières. Les analystes financiers prennent généralement l'inverse du PER (Price Earning Ratio = Cours/Bénéfice par action) ou les dividendes capitalisés divisés par le cours d'achat. Mais la méthode la plus utilisée pour évaluer le coût des capitaux propres reste celle du MEDAF (Model d'Évaluation Des Actifs Financiers).

$$E(RI) = R_o + (R_m - R_o) \cdot \beta$$

Avec :

R_m : Espérance de rentabilité du marché.

R_o : Rentabilité de l'actif sans risque.

β : Le coefficient beta de sensibilité de l'action par rapport au marché.

Selon cette méthode, l'espérance de rémunération des capitaux propres E(RI) est égale au taux versé par un actif sans risque (R_o) auquel s'ajoute une prime de risque égale à :

$$\text{Prime de risque} = (R_m - R_o)$$

⁶³ PARRAT Frédéric. Op.cit. P120.

⁶⁴ PARRAT Frédéric. Op.cit. P120, 121.

2. La valeur boursière

La création de la valeur intrinsèque reste insuffisante pour juger la capacité de l'entreprise côté à créer la valeur, ce qui explique les attentes des investisseurs qui sont toujours insuffisante par les indicateurs qui ressorte de l'analyse de la valeur au niveau interne de l'entreprise.

Pendant, dans un contexte de marché financier effective ; reflète la valeur exacte de création de la valeur, grâce à des indicateurs spécifiques, et les plus populaires sont : le **TSR** (Total Shareholder Return), la **MVA** (Market Value Added) et le **M/B ratio** (Market-to-Book).

2.1. Total Shareholder Return (TSR)

Le TSR (Total Shareholder Return ou La rentabilité totale pour l'actionnaire) développé par le Boston Consulting Group, correspond au taux de rentabilité interne d'une opération d'achat et de revente d'actions, en prenant en compte les flux intermédiaires (dividendes nets, supposés généralement réinvestis en actions)⁶⁵.

Ce TSR représente le taux de rémunération des actionnaires, généralement sur une base annuelle. Il se mesure par la variation de la capitalisation boursière de la société sur une année, à laquelle est ajouté le montant des dividendes versés, exprimée en pourcentage de la capitalisation en début de période. Compte tenu de son mode de calcul, ce taux de rendement ne peut pas être calculé au niveau d'une société non cotée, comme si l'investisseur achetait le titre en début d'année, le revendait en fin d'année et percevait entre-temps un dividende⁶⁶ :

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

Il faut cependant prendre garde au fait que sous le terme « dividende » sont inclus tous les versements à destination des actionnaires, qu'il s'agisse des dividendes exceptionnels ou des rachats d'actions. Il est donc préférable de l'estimer sur la base de la capitalisation plutôt que du cours boursier⁶⁷.

Le TSR peut se calculer ex post, à partir de données passées, sur différents horizons (généralement 1 ; 5 et 10ans) ou ex ante, en fonction de données prévisionnelles. Ex post, il mesure la rentabilité de l'investissement alors qu'ex ante, il correspond à la rentabilité exigée par les actionnaires⁶⁸.

Il est possible de comparer la rentabilité obtenue par l'actionnaire au coût du capital (CMPC) :

⁶⁵ Mottis. N et Ponsard. J-p., 2000, « Création de valeur et politique de rémunération : enjeux et pratiques », Annales des Mines, France, JUIN, p 81

⁶⁶ Thauvron. A, Op.cit, p222

⁶⁷ Thauvron. A., Ibid.

⁶⁸ Thauvron. A., Ibid

TSR - CMPC < 0 l'entreprise détruit de la valeur

TSR - CMPC > 0 l'entreprise crée de la valeur

TSR - CMPC = 0 ce qui est généré par l'exploitation est juste suffisant pour faire face au cout de financement des projets de l'entreprise.

2.2. L'indicateur MVA

La MVA est une mesure de performance externe, influencée par la volatilité du marché. MVA, telle qu'EVA, a été développée par J.M.Stern et G.B.Stewart, qui est considérée un autre moyen de déterminer la valeur d'une entreprise.

La MVA se définit comme la différence entre la valeur de marché des capitaux investis VM (Capitalisation boursière pour les entreprises cotées) et leur valeur comptable VC (Les capitaux apportés par les actionnaires pour une période donnée)⁶⁹.

$$\text{MVA} = \text{VM} - \text{VC}$$

Il est possible de relier la MVA à l'EVA car la MVA n'est autre que la valeur actualisée des EVA futurs, soit⁷⁰ :

$$\text{MVA} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{EVA}_t}{(1 + \text{CMPC})^t}$$

MVA est donc la richesse créée accumulée par l'entreprise pour ses actionnaires .Elle n'augmente que lorsque le capital investi dégage un taux de rendement supérieur au coût du capital.

Une MVA positive signifie que l'entreprise va créer de la valeur au-delà du coût du capital supporté. A l'inverse, une MVA négative signifie que le marché prévoit une rentabilité insuffisante face au coût des capitaux.

2 .3. Le ratio Market-To-Book (M/B)⁷¹

Le ratio Market-To-Book (MV/BV), comme l'indicateur MVA, compare le cours boursier (MV) à la valeur comptable des actions (BV). Si le ratio est supérieur à 1, le marché est confiant dans la capacité de l'entreprise à créer de la valeur pour ses actionnaires. Au contraire, un ratio inférieur à 1 indique une destruction de valeur.

⁶⁹ Charreaux. G., 1998, « Le point sur la mesure de performance des entreprises », Revue Banque & Marchés, Mai-Juin, N° 34, p 49

⁷⁰ Thauvron. A, Op.cit, p224.

⁷¹ Cherif. M, Dubreuille. S, Op.cit, p76-77.

Le Market-To-Book peut se décomposer de la manière suivante :

$$\mathbf{M/B = \frac{MV}{BV} = \frac{MV}{BPA} \times \frac{BPA}{BV} = PER \times ROE}$$

Où BPA est le bénéfice par action, et ROE, le Return On Equity ou rentabilité financière.

Le PER ou multiple de capitalisation est le rapport du cours boursier sur bénéfices par action.

Nous avons présenté dans notre section, les indicateurs (comptables, financiers, hybrides et boursiers) servant à mesurer la valeur.

Pour les indicateurs comptables nous nous sommes référés à la rentabilité financière et économique, ces deux dernières sont calculées pour mesurer la performance de l'entreprise.

L'indicateur financier est le Cash Flow Return On Investment (CFROI) qui est un outil de pilotage pour les dirigeants, quand bien même la société n'est pas cotée.

Tandis que l'indicateur hybride « EVA » s'en charge de comparer performance réalisée ou non aux attentes du marché et 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.

Enfin, les indicateurs boursiers TSR (Total Shareholder Return), la MVA (Market Value Added) et le M/B ratio (Market-to-Book) les populaires et les plus utilisés à fin de valoriser l'entreprise dans son marché.

Section 3 : Le lien entre la gouvernance d'entreprise et la création de la valeur

La création de valeur peut s'apprécier à travers la capacité de l'entreprise à effectuer des investissements, plus ou moins risqués, avec une rentabilité qui est supérieure au coût moyen pondéré du capital, et pour cela deux approches interviennent dans ce processus : une approche financière et une approche managériale, autrement dit, ce processus a besoins de contribuer entre un ensemble de moyens financier et un ensemble de facteur favorisant et encouragent le travail, de quelques sorte des règles organisant et incitant les dirigeants à réaliser leurs tâches, on alignant leurs but à ceux des actionnaires, et c'est à ce niveau que les pratiques d'une bonne gouvernance d'entreprise interviennent⁷².

La gouvernance d'entreprise comme nous l'avons déjà définit, est un ensemble de mécanisme qui protège les droits et les intérêts des actionnaires, mais également ceux des autres parties prenantes (managers, collaborateurs, clients, fournisseurs, banques...), dont ça finalité, est de combiner tous les moyens nécessaire à la création de valeur, toute en émettant une organisation simple et efficace pour le déroulement des activités, qui agissent sur la fonction de toutes les parties prenantes au sein de l'entreprise essentiellement ceux des dirigeants. L'explication des mécanismes de gouvernance est qu'en disciplinant les dirigeant, ils contribuent à accroître l'efficacité de la firme en lui permettant de créer davantage de valeur⁷³.

1. Les différentes théories de la gouvernance et la création de la valeur

1.1. Théorie positive de l'agence et création de valeur

Après les scandales financiers tels que Enrom, Wordcom et d'autres, face au comportement clairement déviant de certains dirigeants qui ont conduit à la dépossession de nombreux actionnaires, l'explication du phénomène de gouvernance en termes de conflits d'intérêts proposé par la théorie positive de l'agence (TPA) semble avoir imposé une approche dominante (Daily et Al ; 2003), du point de vue des compétences, la question centrale des mécanismes de gouvernance est leur impact sur la création de valeur.

D'après Shleifer et Vishny (1997), la valeur pour l'entreprise se confond avec la valeur pour les actionnaires - la valeur actionnariale- et son processus de création n'emprunte que des voies disciplinaires d'incitation et de surveillance⁷⁴.

Le modèle traditionnel basé sur la théorie de l'agence repose sur l'hypothèse que les actionnaires sont les seuls créanciers restants de l'entreprise et que le dirigeant est censé en

⁷² Peter Wirtz, « La meilleure pratique de gouvernance d'entreprise », P 41

⁷³ G.Charreaux, « Les Théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », Cahier du FARGO, N°1040101, Décembre 2004, P 03.

⁷⁴ G. CHARREAUX, L'actionnaire apporteur de ressources cognitives, revue française de gestion, V141, n5, 200,p p77-107

être l'agent des actionnaires, sans être propriétaire d'actions, ce qui l'a incité à se comporter contrairement au comportement des actionnaires. (Jensen et Meckling, 1976).

Ces intérêts divergents donnent lieu au litige de l'agence et à ses coûts correspondant aux pertes encourues par les actionnaires, résultant de l'exploitation du potentiel de création de valeur pour une entreprise et l'allocation de bénéfices privés par les dirigeants, voir les actionnaires causer des dommages aux petits porteurs devant les limites de l'approche disciplinaire des actionnaires en matière de gouvernance et de réduire ces pertes de valeur, et des mécanismes de contrôle (incitations, suivis) dont impliqués.

Selon ce modèle, la valeur de l'actionnaire est créée en contrôlant les dirigeants pour réduire les effets des conflits d'agence. Bien qu'il existe d'autres parties prenantes, les actionnaires qui sont largement représentés dans d'autres organes de gouvernance (approche de partenariat), tels que le conseil d'administration. Ces mécanismes de gouvernance cherchent à faire respecter les intérêts des parties prenantes autres que les actionnaires, et les nouvelles perspectives de gouvernance ne rejettent pas les leçons tirées de l'approche disciplinaire de la direction, mais semblent compléter leurs contributions.

1.2. Théorie partenariale et création de la valeur

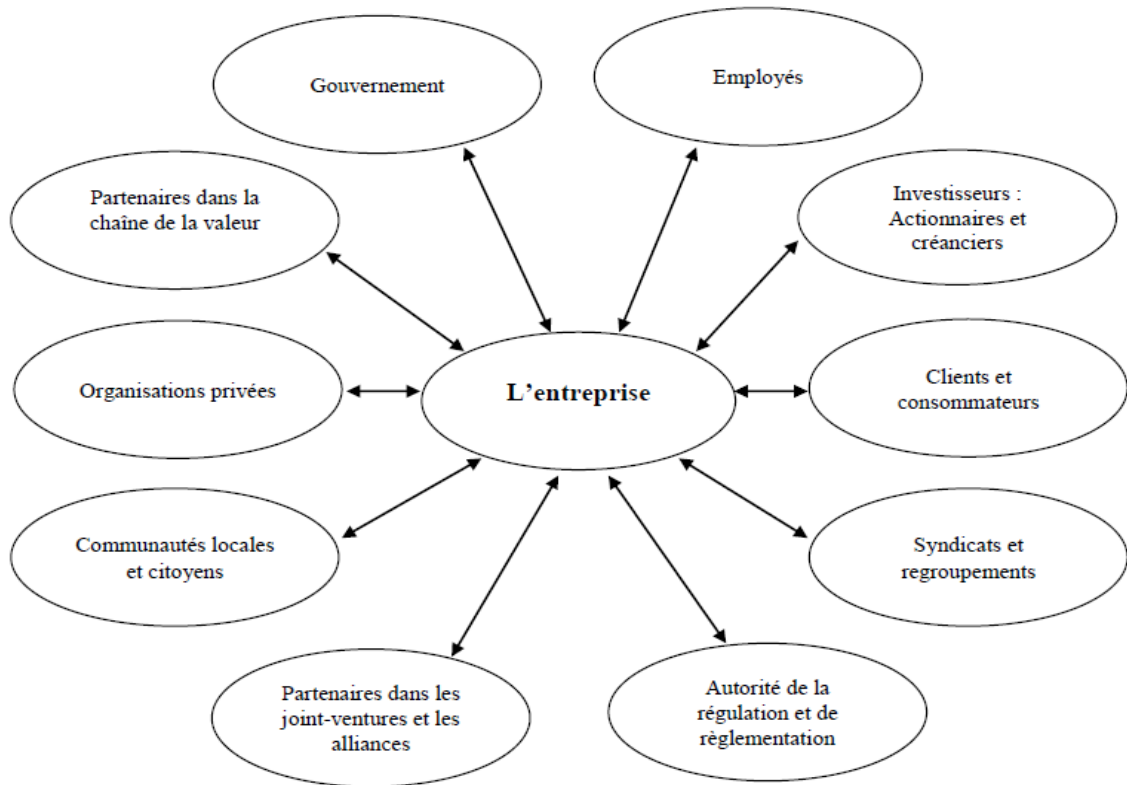
Hirigoy, en (1997) a proposé de passer d'une « gouvernance d'agence à une gouvernance de partenariat » qui devrait conduire à la recherche d'un nouvel équilibre entre investisseurs financiers et acteurs industriels.

Selon R. Freeman, 1984, les parties prenantes ou les partenaires d'une entreprise sont nombreux et peuvent être définis comme tout groupe ou individu susceptible d'être affecté par la réalisation des objectifs de l'entreprise. Ou d'après (M.B.E. Clarkson, 1995), comme les parties qui encourent un risque par rapport aux produits des activités de la firme.

Tiras B Ruf et R.M. Brown (1997) distinguent les stakeholders volontaires (les actionnaires, les clients, les créanciers, les fournisseurs, les salariés, etc) et involontaires (la communauté, l'environnement, la société, etc)⁷⁵.

⁷⁵ G. CHARREAUX, P. WRITZ, op cit, p 102.

Schéma N° 02: L'entreprise et ses parties prenantes



Source : J. CABY, G HIRIGOYEN, C. P.DIT HAVERT, op cit, p 155.

D'après Zingale, pour évaluer la firme, il est nécessaire de définir ce qu'elle recouvre en tant qu'entité, notamment en y incluant l'ensemble des parties prenantes s'appropriant une partie de la rente, Zingale rejoint ainsi l'approche partenariale de firme développée par Blair (1995) ou d'une perspective plus générale, par Chareau (1995)⁷⁶.

Chaque Stakeholder a des attentes vis-à-vis de l'entreprise et donc chacun contribue à créer de la valeur.

- **Pour les clients :** Il y a création de valeur au prix qu'ils paient pour un bien ou un service acheté inférieur au coût d'opportunité (à l'exception des biens pour lesquels l'entreprise dispose d'un réel avantage concurrentiel).
- **Pour les fournisseurs :** La création de valeur survient lorsqu'une entreprise vend des biens et des services à un prix supérieur au coût d'opportunité.
- **Pour les actionnaires :** Un transfert de richesse est créé lorsqu'ils perçoivent une rémunération supérieure à celle à laquelle ils ont droit, compte tenu des risques encourus pour la création d'autres possibilités d'investissement.
- **Pour les salariés :** Il y a création de valeur dans leur intérêt lorsque les salaires perçus sont supérieurs au coût d'opportunité, c'est-à-dire s'ils sont payés pour leur salaire d'efficacité.
- **Pour les dirigeants :** Ils devraient veiller à maximiser la valeur du partenariat, pas seulement celle des actionnaires.

⁷⁶ G. CHARREAUX, P. WRITZ, op cit, p 55.

Tableau N°02: La contribution des parties prenantes à la création de valeur

Parties prenantes	Contributions à la création de valeur	Incitation pour contribuer
Investisseurs et apporteurs de fonds	Capitaux Endettement Réduction du risque, du coût de financement ou l'emprunt	Dividendes et plus-values
Dirigeants	Compétence pour la gestion de l'organisation	Compensation monétaires Salaries, bonus, stock-options Psychologiques : satisfaction, pouvoir et Réputation
Salariés	Développement d'un capital humain spécifique, innovation, collaboration, engagement, travail en équipe, attitudes	Salariés, bonus, emploi stable et promotions... incitation, motivation et sanctions pour agir sur les performances
Syndicats	Stabilité de l'emploi, résolution de conflits	
Clients/Utilisateurs	Loyauté à la marque, réputation, fréquence d'achat	Qualité, prix des biens et des services, Estime
Fournisseurs et associés de la chaîne d'approvisionnement et logistique	Efficienc, réduction des coûts, innovation technologique...	Respect des engagements
Partenaires et alliés	Ressources stratégiques, conquête de marché, option de développement futur	Confiance réciproque, intérêts communs
Communauté locale ; Citoyens	Autorisation de travailler, conquête de marché, option de développement futur	Prestige national, respect des institutions légales, normatives et cognitives
Gouvernement	Support macro-économique et politique	Concurrence équitable et licite, règlement Gouvernement des impôts
Autorités réglementaire	Accréditation économique et politique	Congruence
ONG	Légitimité et autorisation de travailler	Respect des institutions légales, normatives et cognitives contributions à l'intérêt commun

Source : P. BAMETO, G. GREGORIO, op cit, p161.

Dans cette perspective, la formation de valeur représente la différence entre le coût d'opportunité du client et le coût d'opportunité totale de tous les partenaires de l'entreprise. Par conséquent, l'approche de partenariat de l'entreprise repose sur des relations contractuelles avec un désir de coopération et de confiance lorsque l'intérêt collectif transcende les comportements opportunistes.

2. Les règles de fonctionnement de la GE

Afin de lutter contre le disfonctionnement de l'entreprise et les déviations des objectifs de l'entreprise vis-à-vis de ceux des actionnaires, la gouvernance d'entreprise définit un ensemble de règles de fonctionnement, autrement dit, elle repose sur un ensemble de principes de bases, les plus importants sont les suivants :

- **La transparence et la qualité des informations communiquées aux actionnaires** : les actionnaires doivent disposer de toutes les informations sur l'équipe dirigeante, l'état financière de l'entreprise, ses investissements, ses résultats, notamment en ce qui concerne les décisions prises par la direction générale ;

- **Les droits des actionnaires** : respect des droits des actionnaires, notamment le respect de la règle « une action, une voix, un dividende », ainsi la protection des actionnaires minoritaires, Selon KATH et KIM (2003)⁷⁷ le principe du respect des droits des actionnaires et la manière avec laquelle ces droits sont appliqués exige une communication, en leur assurant la facilité d'assister aux réunions générales et en diffusant l'information dont ils ont besoin ;

- **Le conseil d'administration** : en particulier les procédures d'élection et de rémunération de ses membres, le contrôle du conseil d'administration par des administrateurs indépendants, la limitation du cumul des mandats entre administrateurs et dirigeants qui siègent dans les mêmes conseils d'administration lorsque les participations croisées entre entreprises sont importantes. Que ce soit dans la théorie de l'agence (Fama, 1980) ou dans la théorie des coûts de transactions (Williamson, 1985), le conseil d'administration, apparaît comme le mécanisme privilégié chargé de discipliner les dirigeants, il joue un rôle crucial dans le renforcement de la gouvernance d'entreprise suite à sa transparence qui se justifie par la séparation entre la gestion et la propriété du capital, tout en évitant de négliger les intérêts des actionnaires et en respectant les droits des autres parties prenantes, de la, « le conseil d'administration devient créateur de valeur »⁷⁸ ;

- **La création de la valeur** : La création de la richesse par une entreprise repose sur une stratégie saine et une pratique de gestion adoptée pour maintenir une discipline financière et opérationnelle permettant d'accroître la valeur de l'entreprise ;

- **Des mesures incitatives de rémunération de dirigeant** (stock option).

⁷⁷ Kath et Kim, ABC (2003), op cit.

⁷⁸ Ahmed NACIRI « Traité de gouvernance d'entreprise : Une approche de création de valeur », 2^e édition, Presses de l'Université du Québec.

Tout cela contribue à augmenter la valeur des entreprises en réduisant les coûts d'agence, en améliorant la performance de chaque acteur de l'entreprise tout en respectant les normes, les lois et les réglementations applicables.

3. Les recommandations de la gouvernance d'entreprise

La théorie d'agence prend le contre-pied de la thèse managériale. Elle montre que la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants peut être encadrée par des règles de la gouvernance d'entreprise (incitations) et conduire à une efficacité productive.

Les mécanismes de contrôle prévus par la théorie de l'agence se sont avérés insuffisants pour aligner le comportement des dirigeants en vue de privilégier les intérêts de l'actionnaire. Ceci c'est rapidement traduit par une faible compétitivité des entreprises, voire même la faillite de plusieurs grands groupes. Des comités comme CADBURY et GREENBURW au Royaume-Uni et Pébereau et Vienot en France se sont interrogés sur l'application de nouvelles règles visant à renforcer le contrôle des dirigeants.

A ce titre, des recommandations sur la GE ont été publiées partout dans le monde et même imposées aux entreprises dans plusieurs pays, les principales recommandations sont les suivantes :

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

Ou la mise en place d'un directoire contrôlé par un conseil de surveillance, D.R. Dalton et I.F. Kesner, (1987) estiment que ceci est un facteur positif qui réduit le pouvoir discrétionnaire de la direction et rend son contrôle plus étroit.

La mise en place d'un bon système de gouvernance d'entreprise a un impact positif et direct sur la valeur, car il définit le rôle de chaque agent au sein de la firme toute en contrôlant l'exécution des tâches pour assurer la protection des investisseurs en facilitant et encourageant la croissance de l'organisation⁷⁹.

3.2. L'alignement du comportement des dirigeants

La gouvernance d'entreprise met en jeu des leviers d'alignement du comportement des dirigeants, et agit sur plusieurs domaines pour créer de la valeur, et cela par :

⁷⁹ Ahmed NACIRI « Traité de gouvernance d'entreprise : Une approche de création de valeur », 2^e édition, Presses de l'Université du Québec.

3.2.1. La mise en place des incitations financières

Caby et Hirigoyen⁸⁰ considèrent les mécanismes de gouvernance comme un ensemble d'incitations négatives (des sanctions potentielles) et d'incitations positives (rémunération supplémentaire potentielle). Ces incitations financières sont utilisées car les gens sont excités, motivés par différentes choses à propos de l'argent.

Selon F.S .O'Byren(1995) et F. Pyren (1995), la rémunération des dirigeants devrait, s'ils le souhaitent, les inciter à diriger l'entreprise dans le but de maximiser et de pouvoir arbitrer entre quatre restrictions:

- l'alignement : aligner la fonction d'utilité pour les dirigeants tout en maximisant la valeur de l'entreprise;
- le levier : capacité à exhorter les dirigeants à prendre des décisions pénibles (séparation, clôture) pour augmenter la valeur;
- Le maintien : continuer à fournir des récompenses suffisantes pour fidéliser les dirigeants dans les moments difficiles ;
- La réduction du coût : réduire les coûts pour les actionnaires en limitant la rémunération des dirigeants à des niveaux permettant la maximisation.

3.2.2. La disparition des OPA

L'absence de mesure anti offres publiques d'achat (OPA), car ces mesure constituent un mécanisme de protection des dirigeants en vigueur.

Par ailleurs, un système de gouvernance est efficace dans la mesure où les dirigeants des firmes sont évalués sur leurs performances réelles, et sanctionnés s'ils ne sont pas à la hauteur de leurs taches⁸¹. Le rôle attribue à la gouvernance d'entreprise est donc, à l'aide de leviers incitatifs et de mécanisme de contrôle, d'aligner le comportement des dirigeants sur le critère de maximisation de la richesse des actionnaires⁸².

3.3. La mise en place des comités spécialisés (mécanismes de contrôle)

Contrôler le comportement des dirigeants est la mission principale du conseil d'administration, d'où sa bien vaillance à l'améliore en prenant une volonté de spécialisation

⁸⁰ J.Caby, G.Hirigoyen, « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise », 3éd Economica, Paris, 2005.

⁸¹ BANCEL F., 1997, op-cit

⁸² Jérôme CABY, Gérard HIRIGOYEN, « création de la valeur d'entreprise » 2° Edition, P52

et de structuration de plus en plus importantes. D'ou, l'existence de plusieurs textes de lois et guides de bonne pratique a rendu obligatoire l'instauration des comités d'audits, de rémunération et de nomination au sein de l'entreprise. La composition et le fonctionnement de ces comités sont différents d'un pays à un autre, mais ils ont le même rôle.

- **Le comité d'audit** : Sa mission est d'évaluer l'efficacité de l'audit interne et du contrôle financier ainsi que la fiabilité des informations communiquées aux actionnaires.

- **Le comité des rémunérations**: Il est responsable de la détermination de la rémunération des membres du bureau, en particulier de la méthode du président, 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.

3.4. Réduire les asymétries d'information

Jensen et Meckling⁸³, mentionnent dans leur article, que la surveillance est un mécanisme de gouvernance qui oblige le dirigeant à respecter une certaine discipline, il s'agit d'un mécanisme de gouvernance international spécifique, qui peut réduire l'asymétrie d'information des actionnaires vis-à-vis des dirigeants, mais il est couteux car il prend en compte tous les actes réalisés en son compte afin de placer les investisseurs en toute confiance et réduit les risques de conflits d'intérêts.

4. L'impact positif de la gouvernance d'entreprise sur la création de valeur

Il existe aujourd'hui un consensus général sur l'idée que la gouvernance joue un rôle crucial dans la création de valeur. Les domaines sur lesquels la gouvernance peut contribuer à créer de la valeur sont nombreux et variés et il ne saurait être question de les envisager de façon exhaustive. C'est pourquoi, nous nous limiterons à étudier trois points : l'instauration de la confiance, le respect des intérêts des parties prenantes, la prise en compte de la responsabilité sociale.

4.1. L'instauration de la confiance

L'instauration ou la restauration de la confiance des actionnaires envers les dirigeants est devenue une condition nécessaire pour le fonctionnement et même pour la survie des entreprises.

Dans ce sens, la loi Sarbanes - Oxley votée par le Congrès américain en juillet 2002 a adopté trois principes : l'exactitude et l'accessibilité de l'information, la responsabilité des gestionnaires et l'indépendance des vérificateurs et auditeurs. Cette loi augmente

⁸³ Peter Wirtz, « La meilleure pratique de gouvernance d'entreprise », P 42

considérablement la transparence des modes de gouvernance exigeant une responsabilité plus détaillée envers les investisseurs.

De même, la communication institutionnelle « online » peut être un moyen non négligeable au service de la gouvernance pour restaurer la confiance et créer de la valeur. On remarque d'ailleurs que toutes les grandes entreprises disposent aujourd'hui d'un site Internet et rivalisent de plus en plus par la qualité de leur site institutionnel « corporate ». Cela fait qu'aujourd'hui le premier réflexe des actionnaires, journalistes, analystes financiers et consommateurs est de visiter le site Internet de l'entreprise pour trouver toutes les informations concernant l'état financière de l'entreprise.

4.2. Le respect des intérêts des parties prenantes

Le concept de gouvernance 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 est sous leur responsabilité⁸⁴.

Concernant le respect des intérêts des parties prenantes, notons que la responsabilisation sociale fait la une des journaux depuis les scandales financiers des années passées. Comme la plupart d'entre eux ont entraîné une baisse significative de la valeur des titres, l'attention se concentre sur la nécessité d'accroître la responsabilisation de l'entreprise vis-à-vis des actionnaires. Des organismes tels que les bourses, les commissions des valeurs mobilières et la profession comptable se sont concentrées à rétablir la confiance dans le système d'information financière, la sécurité de l'entreprise et le marché boursier. Nous assistons cependant à une mutation à plus long terme de la responsabilisation des entreprises. L'effondrement d'Enron, la mondialisation, la diffusion de l'information et les problèmes environnementaux urgents tels que le changement climatique transforment notre compréhension du rôle des entreprises dans la société. Ainsi, le droit corporatif actuellement en vigueur dans la plupart des entreprises donne priorité aux intérêts des actionnaires, qui non seulement augmente des profits, mais les protège également des pratiques abusives des dirigeants.

D'ailleurs, la bourse de New York a mis en place l'indice *Dow Jones* axé sur la durabilité (*Dow Jones Sustainability Index*), accessibles aux investisseurs et permettant de suivre les performances des entreprises du monde entier remplissant ses critères. Les analyses du *Dow Jones* montrent que les entreprises inscrites à l'indice axé sur la durabilité sont des leaders en matière de performance. Dans sa revue annuelle de l'indice pour 2000, *Dow Jones* explique que la durabilité intéresse les investisseurs, car il s'agit d'une stratégie d'entreprise qui crée une valeur à long terme pour les actionnaires en saisissant les possibilités et en gérant les risques associés aux développements économiques, environnementaux et sociaux.

⁸⁴ Jérôme CABY, Gérard HIRIGOYEN, « création de la valeur d'entreprise » 2° Edition, P51

4.3. La prise en compte de la responsabilité sociale

Pour ce qui est de la prise en compte de la responsabilité sociale des entreprises, il s'agit certainement d'un domaine nouveau, mais prometteur. En effet, le mouvement de responsabilité sociale qui s'inscrit dans une tendance plus large en faveur du développement durable, pousse désormais les entreprises à jouer un rôle pionnier dans le respect, mais aussi la création et / ou à la transformation des valeurs éthiques.

Concrètement, cela signifie que dans le domaine de l'éthique, l'entreprise est devenue plus attentive aux préoccupations de ses parties prenantes, en particulier de la société civile, dont les ONG et les médias se font les porte-voix.

Pour comprendre le lien entre la responsabilité sociale des entreprises et la gouvernance, prenons le cas Home Depot, de Nike et Nestlé qui ont agi de façon éthique en voie de soigner leur réputation, renforcent finalement leur valeur et l'image de leurs produits aux yeux du public.

Au sens large, la gouvernance d'entreprise repose sur l'idée principale, selon laquelle, pour maximiser la création de valeur, il est nécessaire de créer des dispositifs capables de résoudre les conflits imprévus dans les contrats initiaux signés entre les différents **stakeholders**. En d'autres termes, l'efficacité de l'entreprise est étroitement liée à la mise en place des systèmes susceptibles d'inclure tous les **stakeholders**. Toutefois, la gouvernance d'entreprise peut, comme tout phénomène de société, faire l'objet d'une présentation selon les « lunettes » multiples qu'offrent les différentes sciences sociales.⁸⁵

Les pratiques de gouvernance sont donc susceptibles de contribuer à la création de la valeur, car elles réduisent les coûts d'agence sur le marché boursier relativement efficient ou interviennent des investisseurs supposés rationnels, toute diminution nette des coûts d'agence obtenue grâce aux pratiques de gouvernance devrait par conséquent être intégrée dans le cours boursier.

Selon la théorie d'agence, la gouvernance agit donc sur la création de la valeur par la réduction des coûts d'agence. Et elle est un enjeu disciplinaire des conflits d'intérêts⁸⁶, assurant une transparence et une bonne circulation d'information, qui ce soit comptable ou financière, entre tous les agents économiques au sein de l'entreprise.

On peut alors conclure que les mécanismes permettant de renforcer la confiance entre les membres d'une entreprise, le respect des intérêts des parties prenantes et ceux des dirigeants et la responsabilité de chacun d'eux dans la réalisation de leurs tâches, qu'ils s'agissent de mécanismes internes, ou de mécanismes externes, permettraient d'améliorer l'atteinte de l'efficience, et la réduction des coûts liés au contrôle de la décision.

⁸⁵ PEREZ R., 2003, La gouvernance de l'entreprise, La découverte, Paris.

⁸⁶ Peter Wirtz, « La meilleure pratique de gouvernance d'entreprise », P 42

Conclusion

L'entreprise fournit beaucoup d'efforts pour survivre dans ses milieux concurrentiels, les changements de l'environnement financier et le développement du marché des capitaux orientent l'entreprise vers une nouvelle forme de concurrence de ces capitaux. Cette dernière se joue dans les attraits qu'elle offre aux investisseurs de manière générale et plus particulièrement à ses actionnaires. L'entreprise doit désormais créer et maximiser sa valeur.

Les investissements réalisés au sein d'une entreprise devront dégager un taux de rentabilité supérieure au taux de rentabilité exigée par les bailleurs de fonds, dans ce cadre là, l'ultime objectif de l'entreprise pourra être atteint.

La création de la valeur est une sur-rentabilité, qui est mise en évidence grâce aux mobilisations de ressources et leurs combinaisons efficaces. Pour réussir à créer de la richesse la réunion des leviers moteurs est primordiale, qui est mesurée par un ensemble d'indicateurs.

En effet, la mise en place des instruments de gouvernance, incluant politiques, directives, normes et lignes directrices, est cruciale pour le fonctionnement efficace de l'entreprise, afin qu'elle puisse répondre aux attentes et aux aspirations de leurs actionnaires, salariés, des collectivités locales et des autres parties prenantes et favorisant ainsi leur implication dans le monde des affaires internationales.

Notre recherche ne se limite pas à l'aspect théorique de la gouvernance d'entreprise et la création de la valeur, elle est complétée par une étude empirique du cas de « NCA-Rouiba », dont l'objectif est de mettre en application les développements théoriques.

Chapitre 3 :
« NCA-ROUIBA »
comme illustration
des développements
théoriques

Chapitre 3 : « NCA-ROUIBA » comme illustration des développements théoriques

Introduction

L'entreprise se trouve face à une concurrence cruciale, et pour y'est faire face elle fait appelle aux pratique de gouvernance, qui sont des mécanismes bien définit et bien précis, afin de survivre et bien évidemment créer de la valeur. Celle-ci reste la principale préoccupation et l'ultime priorité des actionnaires.

L'étude de lien entre la gouvernance et création de la valeur nécessite au préalable la mesure de cette valeur.

Nous allons au cours de ce chapitre présenter l'entreprise NCA-Rouiba, on analysera particulièrement son système de gouvernance, on clôturera cette étude de cas par l'évaluation et la mesure de la création de la valeur par l'utilisation des outils pratiques déjà développés lors du deuxième chapitre.

Section 1 : Généralités et historique de l'entreprise « NCA-Rouiba »

Dans cette section, nous présentons l'entreprise NCA-Rouïba en générale, en commençant par un ensemble de généralités sur l'entreprise, ensuit nous allons retracer les dates des évènements marquants de son histoire et enfin nous parlerons de son introduction en bourse.

1. Généralités sur NCA-Rouiba

1.1. Présentation de l'entreprise

NCA-Rouiba est une entreprise familiale créée en 1966 par M. Salah OTHMANI et son père Mohammed Saïd OTHMANI composant ainsi la première génération, sous le nom « Nouvelle Conserveries Algérienne » dont l'activité principale était la fabrication de conserves de fruits et légumes sous la marque Rouiba. Chacun des membres de la famille a contribué à l'écriture de l'histoire de NCARouiba.

Ainsi, la deuxième génération géra de 1978 à 1999 composée des frères Salah Mokhtar, Saïd EL-Hadi, Hassan et Mohamed qui par leurs complémentarité ont su préserver une unité familiale indispensable à la pérennité de leur entreprise.

Le relais est à présent pris par une nouvelle génération. Slim et Sahbi Othmani rompu aux nouvelles techniques de management ainsi qu'aux technologies de l'information insufflant à

l'entreprise un renouveau nécessaire à la construction d'un avenir serein. Cette transition douce fut marquée par l'arrêt des activités de conserve de fruits et légumes et par la focalisation sur le métier d'aujourd'hui en l'occurrence la production de jus et boissons aux fruits.

En 2005, la croissance à deux chiffres enregistrée par l'entreprise ainsi que les besoins d'investissements ont ouverts les portes de capital de l'entreprise à la société de capital investissement non résidente « Africinvest Fund⁸⁷ ». Fond institutionnel géré par le groupe « Africinvest – Tuninvest » reconnu pour son haut niveau d'éthique et sa performance appréciable dans la région.

L'entrée en Bourse de NCA-Rouiba qui verra des consommateurs de jus Rouiba et des investisseurs institutionnels se substituer partiellement au Funds Africinvest, permettra d'écrire une nouvelle page d'histoire de cette entreprise familiale.

1.2. Renseignements sur la société

- Raison sociale : NCA-ROUIBA spa ;
- Date de création : Mai 1966 ;
- Registre de commerce : 16/00 0008627 ;
- Président du conseil d'administration : Slim OTHMANI ;
- Directeur général : Mohamed Sahbi OTHMANI ;
- Statut juridique : société par action (SPA), depuis Mars 2003 ;
- Objet : produit et commercialisation JNSD ;
- Adresse : Route National n°5, zone industrielle de ROUIBA, Alger ;
- Capital social : 849195000 DA ;
- Nombre d'effectif : 523 salariés ;
- Site internet : www.rouiba.com.dz;
- Email : nca@rouiba.com.dz

⁸⁷ **AFRICINVEST**, est un fonds de capitaux propres privés couvrant le Maghreb et l'Afrique subsaharienne. Les principaux actionnaires et les investisseurs de ce fonds sont : FMO (l'Agence de développement néerlandaise), BIO (Fonds de développement belge), la BEI (Banque européenne d'investissements), ainsi qu'un investisseur public finlandais. Afric Invest est géré par Afric Invest Capital Partners, une entité de gestion domiciliée à Maurice et conjointement créée par le FMO et Tuninvest Finance Group. Il est doté, à travers ses deux versions successives, de près de 150 millions d'euros.

A sa création, le capital social de la société NCA-Rouiba s'élevait à trois cent mille dinars algériens (300 000 DA) divisé en trois cent (300) parts d'une valeur nominale de 1000 DA chacune. Les parts sociales ont été souscrites en espèces et intégralement libérées par les deux associés fondateurs selon la répartition ci-dessous:

Tableau N°03: Répartition du capital initial à la constitution (En 1966)

Nom et prénom	Nombre de parts sociales	%
M. Salah OTHMANI (fondateur et père de M. Slim OTHMANI actuel Président du Conseil d'Administration)	250	83%
M. Mohamed Saïd OTHMANI (père de M. Salah OTHMANI fondateur de la société)	50	17%
Total	300	100%

Source : Notice d'information. NCA-Rouiba, SPA. P 27

1.3. Forme juridique

NCA-Rouiba est une société privée de droit algérien qui a été créée en 1966 sous la forme juridique de Société A Responsabilité Limitée (S.A.R.L). Elle a été transformée en Société Par Actions (S.P.A) au mois de mars 2003. La durée de vie de la société, initialement limitée à 50 ans, a été étendue à 99 ans par l'Assemblée Générale Extraordinaire (AGEX) qui s'est réunie le 5 février 2006.

1.4. Objet social

Depuis sa constitution en 1966, la société n'a exercé que les activités suivantes :

- La production et la distribution de boissons et de jus de fruits ;
- La production et la distribution de conserves de légumes et fruits (abandonnée en 2005) ;
- La production et la distribution de lait UHT (abandonnée en 2005).

1.5. Organisation de la NCA-Rouiba

Afin d'assurer une bonne diffusion des principes de bonne gouvernance d'entreprise au sein de la NCA-Rouiba, la société est dotée d'un organigramme organisationnel clair assorti de fiches de fonction détaillées et adossées à un manuel de procédures et de contrôle interne formel. La NCA-Rouiba est organisée fonctionnellement selon l'organigramme hiérarchique matriciel.

1.6. Réglementation

NCA-Rouiba est régie par les dispositions du code de commerce instaurées par l'ordonnance n° 75-59 du 26 septembre 1975, modifiée, complétée ou précisée par l'ensemble des textes à caractère législatif et réglementaire ultérieurs. Ainsi que par Loi N°09-03 du 25 février 2009 relative à la protection du consommateur et à la répression des fraudes et la Loi 10-05 du 15 août 2010 modifiant et complétant l'ordonnance n°03-03 du 19 juillet 2003 relative à la concurrence.

1.7. Caractéristiques essentielles de l'activité

NCA-Rouiba a été l'un des acteurs les plus importants dans le secteur agro-alimentaire en Algérie. Aujourd'hui, elle évolue exclusivement dans le marché, en croissance, des jus, nectars et boissons non gazeuses communément appelé BRSA (boissons rafraichissantes sans alcool) ou JNSD (juice, nectars, still drinks) et se consacre intégralement à la production et la distribution de boissons, de nectars et du jus de fruits

1.8. La gamme des produits finis

Le développement de la gamme de produits de NCA-ROUIBA durant ces dix dernières années a influé d'une manière positive sur l'évolution du chiffre d'affaires, cette gamme très diversifiée se compose de cinq catégories : de produits destinés à couvrir l'ensemble des besoins et des préférences de ses consommateurs, elle est présentée comme suit :

- « **Mon énergie** » : cette gamme, synonyme d'énergie apporte aux consommateurs un plaisir gustatif et un apport en énergie et en vitalité.
- « **Light** » cette gamme, synonyme de bien être s'adresse aux consommateurs qui cherchent à apprécier le bon goût des fruits sans sucre ajouté.
- « **premium** » (**pur jus et Nectar**) : cette gamme, synonyme de naturalité s'adresse aux consommateurs qui cherchent le goût authentique et l'apport calorique du pur jus de fruits.
- « **Fresh** » : cette gamme s'adresse aux consommateurs qui cherchent une boisson désaltérante et rafraichissante ayant des caractéristiques organoleptiques supérieures.
- « **Fruits mixés** » : cette gamme synonyme de goût supérieur s'adresse aux consommateurs adeptes des produits riches en pulpe.

L'offre de la société se décline en deux formats : le format « single serve » d'une contenance de 20 CL (carton) et les formats « multi serves » d'une contenance de 100CL (carton), 125CL (PET) et 150 CL (carton).

1.9. Les marchés de l'entreprise NCA-ROUIBA

Pour écouler ses produits l'entreprise familiale NCA-ROUIBA s'adresse à deux types de marché : le marché local et le marché étranger.

1.9.1. Le marché local

Le marché local de l'entreprise est structuré en trois catégories :

La première catégorie : les ventes directes

Il s'agit d'approvisionner directement les détaillants ; elle ne concerne que la Wilaya d'Alger. Ils représentent en moyenne 25% du marché de NCA-ROUIBA. Cette catégorie de clientèle est livrée par les moyens de NCA-ROUIBA à travers des tournées qu'effectuent les agents commerciaux. Les commandes sont prises en charge directement par l'agent et le paiement se fait à la livraison.

La deuxième catégorie : les ventes indirectes

Elles représentent en moyenne 65% du marché de NCA-ROUIBA et sont réparties à travers une quinzaine de wilayas. Ces clients sont dépositaires de toute la gamme des produits de l'entreprise NCA-ROUIBA ils sont approvisionnés par les moyens de NCA-ROUIBA et les paiements se font au comptant. Par ailleurs, une prime pouvant aller jusqu'à 4% du volume réalisé peut être octroyée au dépositaire si les objectifs négociés sont réalisés.

La troisième catégorie : les comptes clés.

Cette catégorie représente en moyenne 10% du marché de NCA-ROUIBA et concerne certaines grandes entreprises telles que le Ministère de la défense nationale, les bases SONATRACH, les grands hôtels. Les paiements de cette catégorie de clients se font à terme (2 à 3 mois).

1.9.2. Le marché étranger

En plus du marché local, la société compte développer ses activités à l'exportation. A ce jour, celles-ci sont limitées à quelques opérations ponctuelles vers onze pays en Afrique, l'Europe et l'Amérique du nord (Canada). L'opportunité stratégique de faire de NCA-ROUIBA un des acteurs principaux du marché maghrébin a été identifiée et se met progressivement en œuvre. La perception très positive des consommateurs marocains et tunisiens pour les produits « ROUIBA » a été confirmée lors des études qualitatives menées localement. Anticipant cette ouverture sur les marchés internationaux, la société a procédé à l'enregistrement de la marque « ROUIBA » en Tunisie depuis le 1er Août 2001, au Maroc depuis le 29 mars 2005, en Europe depuis le 25 Janvier 2007 et en Libye depuis le 09 Juillet 2007.

1.10. Valeurs, vision, missions et politique de l'entreprise⁸⁸

1.10.1. Les valeurs de l'entreprise

L'homme est la première richesse pour l'entreprise ; qualité et conformité ; éthique et transparence ; rigueur et excellence ; Innovation et leadership ; engagement.

1.10.2. La vision de l'entreprise

« Une entreprise citoyenne, leader des boissons sans alcool dans le Maghreb »⁸⁹.
Visant être dans le Top 10 des champions afro-méditerranéens de l'agroalimentaire, engagé activement dans le développement durable.

- Une contribution active au développement local-proximité.
- Des choix de technologies propres.
- La formation et l'épanouissement de notre Ressource Humaine.
- Une contribution à l'amélioration du climat des affaires.
- Etre conforme aux standards les plus élevés.

1.10.3. Les missions de l'entreprise

- Mettre à la disposition de ces clients une large gamme de produits garantissant la sécurité, qualité, disponibilité, et prix acceptables de façon efficace et permanente ;
- Se comporter comme une entreprise citoyenne soucieuse de l'environnement ;
- Garantir à ses actionnaires un retour sur investissement acceptable et durable ;
- S'appuyer sur des hommes compétents, responsables et responsabilisés.

1.10.4. La politique NCA-Rouiba

- Entretenir et développer une relation permanente avec toutes les parties prenantes en assurant une communication interactive efficace.
- Fournir à nos clients & consommateurs des produits et services répondant à leurs besoins, aux exigences légales et réglementaires, et aux obligations des normes qualité établies.
- Pratiquer une gestion rigoureuse et transparente afin d'assurer la disponibilité des ressources et un retour sur investissement.
- Optimiser l'utilisation des ressources naturelles en favorisant des technologies propres, ainsi que des technologies de recyclage, et prévenir les risques de pollution.
- Couvrir tous les aspects de sécurité et de santé des employés sur les lieux de travail, et prévenir les accidents & incidents selon les normes d'hygiène et de sécurité.

⁸⁸ <http://www.rouiba.com.dz/rouiba-entreprise/vision-missions-et-valeurs>

⁸⁹ Document interne de l'entreprise.

- Préconiser un management participatif en développant les responsabilités individuelles et en stimulant les processus d'innovation et d'amélioration systématique.
- Promouvoir le dialogue social et lutter contre toute forme de discrimination.

2. Historique

Les dates-clés qui ont marqué la vie de l'entreprise de 1966 à aujourd'hui :

1966 Création de la société ; démarrage de la production et la distribution de conserves alimentaires en boîtes métalliques

(Harissa, Tomates, etc.).

1978 Entrée de nouveaux associés héritiers et ayants droit de Feu Mohamed Saïd OTHMANI.

1984 Démarrage de l'activité de boissons à base de fruits (jus, nectars et boissons).

1989 Acquisition des équipements pour le traitement et le conditionnement aseptique en carton de boissons à base de fruits.

1999 Changement au niveau de la gérance à travers la désignation de Monsieur Salah OTHMANI au poste de Gérant et de Monsieur Slim OTHMANI au poste de Directeur général de la société.

2000 Certification ISO 9002 (première entreprise algérienne à être certifiée).

2003 Changement de la forme juridique en Société par Actions. (Dégâts importants occasionnés par le « séisme de Boumerdès » ce qui a conduit à la délocalisation de la distribution vers un nouveau site situé à Oued-Smar.

2004 Démarrage de l'activité production de lait UHT.

2005 Entrée de la société de capital investissement non résidente Africinvest Ltd dans le capital de la société et mise en place du comité stratégique ayant adopté le programme de mise à niveau et de développement articulé autour des actions suivantes :

- Mise en place d'un ERP (MFG/Pro), logiciel intégré couvrant les différents volets opérationnels de la société ;
- Mise en place d'un programme de mise à niveau industrielle ;
- Arrêt de (i) l'activité lait suite à la forte hausse des prix de poudre de lait et (ii) l'activité conserve alimentaire qui ne sont plus stratégiques pour l'entreprise ;
- Démarrage d'un plan de formation concernant l'ensemble des ressources humaines ;
- Construction d'une plateforme logistique aux normes internationales.

2007 Mise en place d'un plan de restructuration financière à travers notamment la mobilisation d'un financement accordé par la Banque Européenne d'Investissement (BEI). Certification ISO 14001.

Achèvement, avec succès, du 1er programme de mise à niveau industrielle initié en 2005 et adoption d'un plan d'action centré autour des produits et de la marque.

2008 Obtention du Prix National de l'Environnement délivré par les autorités nationales ;

- Certification ISO 14001.
- Achèvement, avec succès, du 1er programme de mise à niveau industrielle initié en 2005 et adoption d'un plan d'action centré autour des produits et de la marque.

2009 Démarrage de la mise en œuvre du plan d'action marketing à travers notamment :

- La modernisation du Logo de la marque ;
- L'adoption de nouveaux packagings ;
- La dynamisation de la gamme de produits avec l'introduction des gammes Mon Energie, Fresh et Light ainsi que le lancement du projet Fruits Mixés en packaging PET (bouteilles en plastique) ;
- L'approbation d'un budget de communication et de promotion en adéquation avec les objectifs visés en vue de rapprocher davantage la société de ses consommateurs.

2010 Démarrage de la production et de la distribution de la gamme Fruits Mixés en packaging PET ;

Finalisation du plan d'action adopté en 2008 ayant permis de doubler le chiffre d'affaires entre

2007 et 2010 et adoption d'un programme de développement articulé autour des axes suivants :

- Renforcement de gouvernance de la société par : la désignation de Monsieur Salah OTHMANI comme Président d'honneur de la société, Monsieur Slim OTHMANI en qualité de Président du Conseil d'Administration et Monsieur Mohamed Sahbi OTHMANI en tant que Directeur Général ;
- L'Adoption d'un code de bonne gouvernance et mise en place d'un comité d'audit et d'un comité de rémunération ;
- Mise en place d'un second plan de mise à niveau industrielle et commerciale s'appuyant notamment sur la consolidation de l'outil de production et le renforcement de la plateforme de distribution ;
- Etude de la possibilité de développer l'exportation sur les pays du Maghreb et des modalités pour assurer l'introduction des produits Rouiba sur ces marchés ;
- Décision d'Introduction de la société à la Bourse d'Alger.

2011 Démarrage de la mise en œuvre du programme de développement adopté en 2010 à travers les actions suivantes :

- Aménagement de nouveaux locaux administratifs, élargissement des voies de circulation et extension de plateforme logistique en vue d'optimiser les espaces de stockage ;

- Installation de la nouvelle ligne de conditionnement Tetra Pak A3 Speed ;
- Modernisation des packagings et du Logo de la marque Rouiba et optimisation des caractéristiques organoleptiques et nutritionnelles de la gamme « Mon Energie » ;
- Démarrage de l'activation des modules GPAO et GMAO de l'ERP ;
- Initiation du processus de certification du système de sécurité alimentaire selon le référentiel ISO 22000.

2012 Poursuite du programme de développement adopté en 2010 et entamé en 2011 à travers les actions suivantes :

- Mise à niveau des ateliers de productions afin de se conformer aux exigences de la norme ISO 22000, à savoir (i) le réaménagement des sols, (ii) l'organisation des flux matières et du personnel, et (iii) l'audit documentaire (première phase) ;
- Installation d'une seconde ligne de conditionnement Tetra Pak A3 Speed et mise à niveau industrielle de la ligne de conditionnement en bouteilles PET ;
- Initiation du processus de « Responsabilité sociétale des organisations et leur contribution au développement durable » selon le référentiel ISO 26000 ;
- Adoption du business plan de la société pour la période 2012-2016.

2013 Les principales orientations stratégiques pour l'année 2013 se présentent comme suit :

- Renforcement des capacités de conditionnement en carton via l'installation d'une troisième ligne de conditionnement Tetra Pak A3 Speed ;
- Remplacement de l'ancienne ligne de conditionnement en PET par une nouvelle ligne Aseptique ;
- Optimisation des caractéristiques organoleptiques et nutritionnelles de la gamme PET ;
- Certification ISO 22000 ;
- Acquisition de nouveaux terrains pour abriter de nouvelles plateformes logistiques;
- Introduction en Bourse.

2014 Acquisition de :

- Terrain 12 000m² ;
- Finance par crédit bancaire AGA 1Miliard 200 DA ;
- Deux machines
- Deux nouvelles lignes de production : la 1^{ère} machine PET, la 2^{ème} ligne sans conservateur (canette).

3. L'introduction en bourse de la NCA-Rouiba

L'introduction en Bourse de la Société NCA-Rouiba a été décidée par le Conseil d'Administration de la Société réuni le 27 mai 2011. Un rétro-planning a été approuvé au cours de la même réunion et le suivi de l'avancement du processus d'introduction a été inscrit à l'ordre du jour des conseils d'administration subséquents et notamment ceux tenus le 30 décembre 2011 et le 17 avril 2012. La décision d'introduction a également été entérinée par les actionnaires de la société NCA-Rouiba, réunis en séance extraordinaire le 31 janvier 2012

ayant approuvé la mise en conformité des statuts de la société avec la réglementation régissant la Bourse d'Alger.

Une mise à jour sur l'avancement du processus d'introduction en bourse ainsi que sur la structuration de l'opération ont été présentés aux actionnaires de la Société réunis en séance Ordinaire le 22 mai 2012

La NCA-Rouiba est entrée à la bourse d'Alger en Avril 2013 en mettant en vente 2 122 988 actions pour un montant global de 849 millions de dinars qui représente 25% du capital social de l'entreprise. Ce taux permettra à l'entreprise de garder son caractère familial, la valeur nominale de l'action est de 100 DA, alors que son prix de cession a été fixé à 400 DA.

Le premier segment concerne les salariés de la société avec un quota maximum de 85 000 actions (4% du capital), alors que le second est réservé aux personnes physiques et morales avec un quota de 2 037 988 actions (96%).

L'entreprise a réussi son introduction en bourse en vendant toutes les actions, en effet, les actions ont été acquises par 1866 particuliers, 53 entreprises privées et 4 investisseurs institutionnels.

La NCA-Rouiba est la quatrième entreprise à être cotée à la bourse d'Alger après Sidal, El-Aurassi et l'assureur privé Alliances Assurances et est la deuxième entreprise privée après Alliances Assurances.

Pour la NCA-Rouiba, son entrée en bourse vise à garantir l'ouverture d'un canal permanent de levée de fonds propres permettant à l'entreprise de disposer d'alternatives de financement adaptées à ses ambitions. L'entreprise axe ses priorités post-introduction en Bourse sur son développement et sa croissance sur le marché local, en attendant de concrétiser d'autres ambitions sur le marché régional ainsi qu'à l'international.

Aussi, l'entreprise entend également permettre une plus grande liquidité des titres des actionnaires et notamment la sortie de l'investisseur institutionnel Africinvest, conformément aux termes et conditions de son entrée au capital de l'entreprise en 2005 (une grande partie des 25% du capital correspond aux participations détenues par le fonds d'investissement dans l'entreprise).

De plus, par son entrée en bourse, l'entreprise veut confirmer son engagement irréversible dans le processus de mise en place de bonnes pratiques de gouvernance favorisant sa performance et sa pérennité.

Si l'entrée en Bourse de NCA Rouiba permet une levée de fonds conséquente. Elle permet également de renforcer sa notoriété auprès de ses clients ainsi que de l'ensemble de ses partenaires économiques, d'augmenter les capacités de production, d'optimiser les capacités de stockage, de consolider et d'élargir la force de vente et de développer les exportations notamment dans la région du Maghreb.

Ainsi, on peut dire que l'entrée en bourse de la NCA-Rouiba, qui verra des consommateurs de jus Rouiba et des investisseurs institutionnels se substituer au fonds Africinvest, permettra

Chapitre 3 : « NCA-ROUIBA » comme illustration des développements théoriques

l'écriture d'une nouvelle page d'histoire de cette entreprise familiale qui a su passer le cap fatidique de la deuxième génération tout en gardant l'acquis familial

Section 2 : Gouvernance d'entreprise au sein de l'entreprise NCA-Rouïba

Afin d'assurer une bonne diffusion des principes de bonne gouvernance d'entreprise au sein de la NCA-Rouïba, la société est dotée d'un manuel de procédures et de contrôle interne formel. La NCA-Rouïba est organisée fonctionnellement selon l'organigramme hiérarchique matriciel.

1. Les fondements de la gouvernance de NCA Rouïba

L'entreprise est caractérisée par un fort engagement de la part des fondateurs envers le succès de l'entreprise.

En 1999 le relais a été passée à la troisième génération de la famille, où Slim Othmani occupait le poste de directeur général de l'entreprise et Mouhamed Sahbi Othmani le directeur des ventes et marketing, pendant cette période l'entreprise passait d'un modèle familial dans lequel des changements générationnels de la prise en charge et la commande de l'entreprise.

Lorsque Slim Othmani est devenu le PDG de la NCA-Rouïba, il a remarqué que, en raison de l'absence de règles claires et des lignes directrices datant de la formation initiale de l'entreprise: les pratiques comptables étaient pas en ligne avec les meilleures pratiques internationales, les politiques gouvernementales et un environnement fiscal onéreux découragés non seulement NCA-Rouïba, mais beaucoup de secteur privé en Algérie, de divulguer toute information financière. Cependant, Othmani, qui avait été élevé en Tunisie et travaillé au Canada pendant quatre ans, était désireux de pousser la société de rivaliser sur le plan international. Il a reconnu que, pour atteindre ses objectifs d'affaires, les questions de faire progresser la gouvernance d'entreprise dans l'Est et Afrique du Nord Moyen, l'assurance de la qualité, la résolution de transactions entre parties liées, et la transparence avec les actionnaires aurait besoin de devenir une priorité.

Au début des années 2000 l'entreprise a connu un grand bouleversement à travers l'augmentation du capital de la société par la transformation du statut de l'entreprise d'une SARL familiale vers une SPA .Ces changements ont incité l'entreprise à mettre en place des pratiques de gouvernance d'entreprise et la désignation, Slim Othmani en qualité de Président du Conseil d'Administration et Mouhamed Sahbi Othmani le directeur général de la boîte où ce dernier n'est pas à ce poste parce qu'il est un membre de la famille, mais vue ses compétences qui peuvent servir l'entreprise, a déclaré monsieur Slim Othmani. Ce renforcement de la gouvernance a permis l'entreprise de réussir son introduction en bourse en 2013.

Ainsi, une mission d'évaluation de la bonne diffusion des principes de la bonne gouvernance a été conduite par l'équipe de l'IFC⁹⁰ (Groupe Banque Mondial), Corporate Governance dans Middle East and North Africa (MENA).

⁹⁰ La Société financière internationale (SFI) est une institution financière internationale qui offre de conseil et de services d'investissement, de gestion d'actifs pour encourager le développement du secteur privé dans les pays en développement.

1.1. Le rôle de système de gouvernance de NCA Rouiba

Le système de gouvernance d'entreprise « NCA-Rouiba » a pour rôle de :

- Veiller au respect des droits des clients et consommateurs et améliorer leur satisfaction ;
- Assurer un retour sur investissement acceptable pour les actionnaires;
- Assurer et améliorer la sécurité sanitaire des produits fabriqués ;
- Assurer et améliorer l'application des bonnes pratiques d'hygiène ;
- Atténuer l'impact environnemental de l'activité ;
- Assurer un cadre professionnel motivant pour le personnel ;
- Mettre en place un cadre de dialogue social et de lutter contre la discrimination ;
- Formaliser les bonnes pratiques de gouvernance ;
- Formaliser les bonnes pratiques d'implication dans le développement local et la société ;
- Etre en conformité avec la réglementation et aux exigences auxquelles NCA a souscrit,

2. Les mécanismes de gouvernance d'entreprise au sein de NCA Rouiba

NCA-Rouiba est l'une des premières sociétés algériennes ayant adopté les fondements de la « Corporate Governance » dès que ces principes ont été introduits à l'échelle internationale comme un ensemble de règles de conduite à respecter par les actionnaires et par les instances de prise de décisions et de management de l'entreprise.

Le Président du Conseil d'Administration de la société a contribué activement à la rédaction du code algérien de bonne gouvernance et la société NCA-Rouiba a fait l'objet de « case study » par des institutions relevant du département Middle East and North Africa, Corporate Governance de l'International Finance Corporation, filiale du Groupe Banque Mondiale.

Sur un plan synthétique, la documentation qui traite de la « Corporate Governance » s'accorde à considérer les règles suivantes comme étant fondamentales pour asseoir une bonne gouvernance d'entreprise :

Tableau N°04: Les règles fondamentales d'une bonne gouvernance d'entreprise au sein de l'entreprise « NCA-Rouiba »

Règle fondamentale	Degré d'application chez NCA-Rouiba
La bonne diffusion des principes de bonne	<ul style="list-style-type: none">• En termes organisationnels, la société est dotée d'un organigramme organisationnel clair assorti de fiches de fonction détaillées et adossées à un manuel de procédures et de contrôle interne formel.

<p>gouvernance au sein de l'organisation</p>	<ul style="list-style-type: none"> • En termes culturels, une mission d'évaluation de la bonne diffusion des principes de bonne gouvernance a été conduite par les équipes Middle East and North Africa, Corporate Governance de l'IFC (Groupe Banque Mondiale). A la suite des interviews individuelles menées avec le top management de la NCA Rouiba, les consultants ont noté un bon niveau de conscience et recommandent des formations continues sur les principes de la Corporate Governance ce qui a été accepté et adopté par la société.
<p>La pertinence du rôle du Conseil d'Administration</p>	<ul style="list-style-type: none"> • En termes de définition des rôles et des responsabilités des membres du Conseil d'Administration, la société s'est dotée d'un Règlement Intérieur du Conseil d'Administration sur recommandation des équipes Middle East and North Africa, Corporate Governance de l'IFC (Groupe Banque Mondiale). Le rôle du Conseil vis-à-vis du top management est clairement défini et la séparation de la fonction de Directeur Général de la fonction de Président du Conseil d'Administration est effective depuis 2003. • En termes de composition du Conseil d'Administration, la société bénéficie d'une représentativité élargie avec des représentants des actionnaires et du management ainsi que deux membres indépendants : l'un administrateur et l'autre occupe un poste d'observateur. Le secrétariat du Conseil a été confié à un cabinet d'avocats indépendant. • En termes de fonctionnement du Conseil, ce dernier se réunit au moins une fois par an sur convocation officielle avec un ordre du jour préétabli. • En termes de comités émanant du Conseil, la société s'est dotée d'un comité de la stratégie et des investissements depuis l'entrée de la société de capital investissement non résidente Africinvest Fund dans son capital qui se réunit mensuellement et fait l'objet d'un procès-verbal. D'autres comités du Conseil sont créés ou en cours de création depuis 2010, il s'agit notamment du comité d'audit, du comité des nominations, du comité de rémunération et du comité pour l'éthique, l'environnement et le développement durable.
<p>L'existence de structure de contrôle de gestion</p>	<ul style="list-style-type: none"> • En termes de gestion des risques, la société se fait accompagner par le cabinet C2A qui procède de manière périodique à des missions d'audit opérationnel visant à identifier les risques liés à une mauvaise application du manuel de procédures et de contrôle interne. • En termes d'audit interne, la fonction existe au sein de la société et les équipes d'audit interne veillent au bon respect des procédures de contrôle et sont également en charge de l'assurance qualité. La Directrice du contrôle interne chez NCA-Rouiba relève hiérarchiquement de la direction générale (voir l'organigramme annexe N°1) et fonctionnellement du comité d'audit.

	<ul style="list-style-type: none"> • En termes d’audit externe, les comptes de la société sont audités par un commissaire aux comptes indépendant et font également l’objet d’une revue contractuelle par un cabinet d’audit indépendant. • En termes de planification et de monitoring, la société procède depuis 2005, de manière formalisée, à l’approbation de son budget annuel par le Conseil d’Administration et les écarts par rapport aux réalisations sont également discutés et analysés de manière formelle. Par ailleurs, la politique générale de la société est modélisée dans le cadre d’un business plan quinquennal. Le premier business plan a été élaboré en 2005 à l’occasion de l’entrée de la société de capital investissement non résidente Africinvest Fund dans le capital et a couvert les années 2006 à 2010. Le deuxième business plan, couvrant la période 2012 à 2016, est présenté plus loin dans le présent document.
<p>La transparence et la bonne diffusion de l’information</p>	<ul style="list-style-type: none"> • En termes de transparence, la NCA-Rouiba a, depuis sa constitution, veillé au bon respect de la réglementation algérienne pour la tenue de ses comptes et pour l’accomplissement de ses obligations déclaratives envers les administrations fiscales et parafiscales. • En termes de diffusion de l’information au public, la société procède à la publication de son rapport annuel et de ses comptes sociaux sur son site WEB et au niveau du CNRC. • En termes de diffusion de l’information à ses actionnaires et ses employés, la société a adopté une politique de transparence en partageant les objectifs et les réalisations annuelles avec ses actionnaires et employés.
<p>L’existence de règles claires de bonne conduite envers les actionnaires</p>	<ul style="list-style-type: none"> • En termes de prise de décision et conformément au code de commerce algérien, l’ensemble des décisions majeures sont discutées et adoptées par les Assemblées Générales des actionnaires. • En termes de participation aux assemblées, l’ensemble des actionnaires a le droit d’assister aux réunions des Assemblées Générales. • En termes de gestion des conflits d’intérêts, l’ensemble des transactions entre parties liées sont soumises à l’approbation des actionnaires et font l’objet d’un rapport spécial du commissaire aux comptes.

3. Les structures de gouvernance de NCA Rouiba

La structure de gouvernance de l’entreprise « NCA Rouiba » des organes d’administration et de direction au niveau interne, et ceux de contrôle de société constitués des commissaires aux comptes et des cabinets d’audit et de conseil.

Tableau N°05 : Les actionnaires et la répartition du capital social de la NCA-Rouïba

Désignation	Nombre d'action	%
Salah OTHMANI	10	0.0%
Salah OTHMANI en tant n tant qu'usufruitier et Slim OTHMANI en tant que nu propriétaire	263 990	3.1%
Slim OTHMANI	2 660 330	31.3%
Mohamed El Hadi OTHMANI	654 830	7.7%
Thoraya OTHMANI	399 450	4.7%
Mohamed ATHMANI	360 160	4.2%
Mohamed Said Aymen ATHMANI	300 000	3.5%
Said ATHMANI	154 810	1.8%
Said ATHMANI en tant qu'usufruitier et Adnan ATHMANI en tant que nu propriétaire	100 000	1.2%
Saïd ATHMANI en tant qu'usufruitier et Dorra ATHMANI en tant que nu propriétaire	100 000	1.2%
Mohamed Sahbi OTHMANI	72 030	0.8%
Mohamed Mokhtar OTHMANI	70 000	0.8%
Khadija ATHMANI	55 660	0.7%
Zazia ATHMANI	55 660	0.7%
Faouzia ATHMANI	55 660	0.7%
Yamina ATHMANI	50 000	0.6%
Lamy Mohamed SEKKARA	5 660	0.1%
Mohamed Mehdi OTHMANI	2 030	0.0%
Adnan ATHMANI	10	0.0%
Dorra ATHMANI	10	0.0%
Africinvest Fund Ltd	3 131 640	36.9%
Maghrebinvest Algérie SPA	10	0.0%
TOTAL	849 1950	100%
MONTANT CAPITAL SOCIAL	849 195 000	

Source : <http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/11/NoticeNCA>.

3.1. Les organes d'administration et de direction

3.1.1. L'Assemblée Générale (AG)

L'Assemblée Générale est composée des actionnaires ou de leurs représentants légaux juridiquement capables. Le capital social de NCA-Rouïba est détenu et réparti entre 19 actionnaires comme le montre le tableau suivant :

Les Assemblées Générales, ordinaires et extraordinaires, sont tenues et organisées conformément aux dispositions du code de commerce et des statuts de la société.

3.1.2. Le Conseil d'Administration (CA)

Le conseil d'administration de NCA-Rouïba est composé de 11 administrateurs élus par l'assemblée générale ordinaire tenue le 7 juin 2010 pour une durée de 6 ans. Le conseil

d'administration a élu parmi ses membres Monsieur Slim OTHMANI en qualité de président lors de sa réunion tenue le même jour. Il contrôle la majorité du capital social de la société. Ses membres détiennent plus de 90% du capital, ce qui couvre le seuil minimum de 20% prévu par les dispositions du code de commerce.

Ce Conseil est composé de trois membres du management de la société, de six membres représentant les actionnaires et de deux administrateurs indépendants, dont un assiste en tant qu'observateur. Certains administrateurs de NCA-Rouiba siègent également dans des Conseils d'Administration d'autres sociétés algériennes. Il s'agit actuellement des administrateurs suivants :

- M.OTHMANI Slim ;
- Africinvest Ltd ;
- Mme. OTHMANI Thouraya ;
- M.ATHMANI Mohamed Mokhetar ;
- M.OTHMANI Mohamad El Hadi ;
- M.ATHMANI Mohamed ;
- M.ATHMANI Said ;
- M.OTHMANI Mohamed Sahbi ;
- M.MESSAOUDI Zaher ;
- M.KHELIFATI Hassen ;
- M.HAMMADI Chafiq ;
- Mme.SEKKARA Lamya.

3.1.3. Comités émanant du Conseil d'Administration

Le fonctionnement de la société obéit aux règles de gouvernance d'entreprises qui préconisent la mise en place de comités ad-hoc émanant du Conseil dont chacun est investi d'une mission spécifique.

3.1.3.1. Le Comité Stratégique

Le comité stratégique a été créé en 2005. Il se réunit chaque mois sur convocation du Directeur Général et regroupe les cadres-clés de la société ainsi que des experts indépendants. Le comité stratégique n'a aucun pouvoir de décision et ses discussions sont consignées dans des procès-verbaux de réunions qui regroupent les principales orientations recommandées. Les principales attributions du comité stratégique sont :

- Suivi des orientations discutées et consignées sur les PV des anciennes réunions ;
- Préparation des décisions stratégiques à soumettre au conseil d'administration ;
- Suivi des réalisations du mois et comparaison par rapport aux périodes précédentes et au budget.

Ce comité est présidé par Monsieur Jean-Pierre DEMONTALIVET qui collabore avec la société NCA-Rouiba sur la stratégie de développement depuis plus de trois ans. Avec plus de 40 années d'expérience acquise dans des groupes prestigieux et globaux tels que Danone et Henkel, tant dans les marchés matures que dans les pays émergents, Monsieur DEMONTALIVET est un expert reconnu des produits de grande consommation. Depuis sept années il conseille principalement des sociétés de produits de grande consommation opérant dans la zone MENA (Middle East & North Africa).

3.1.3.2. Le Comité d'Audit

Le comité d'audit a été mis en place en 2010 dans le but de piloter la fonction Audit interne de l'entreprise et assurer l'interface avec les auditeurs externes de la société. La première mission du comité d'Audit a consisté à opérer un audit opérationnel des flux physiques et financiers qui a donné lieu à un ensemble de recommandations qui ont été adoptées par le management.

Ce comité est présidé par Monsieur Mehdi GHARBI, expert-comptable et ancien Auditeur senior chez Pricewaterhouse Coopers. Monsieur GHARBI est membre du Conseil d'Administration la NCA-Rouiba et siège au Conseil d'Administration de quatre autres entreprises privées algériennes.

3.1.3.3. Autres comités du conseil

D'autres comités émanant du Conseil d'Administration ont été créés et sont en cours de mise en place. Il s'agit des comités suivants :

- **Le comité des nominations** : Ce comité sera appelé à étudier les nominations aux postes-clés de l'entreprise. Le président de ce comité est en cours de nomination.
- **Du comité de rémunération** : Ce comité sera appelé à examiner les rémunérations des cadres-clés de l'entreprise et proposer au Conseil d'Administration les enveloppes de bonus annuels pour l'ensemble des employés. La liste des membres de ce comité est en cours de validation.
- **Le comité pour l'éthique, l'environnement et le développement durable** : Comme son nom l'indique, ce comité, présidé par Madame Nadia FERHAT, sera appelé à assurer une veille par rapport au respect des règles d'éthique et de protection de l'environnement. Il convient de rappeler à ce niveau que la société a reçu le Prix National de l'Environnement en juin 2008 et est certifiée ISO 14001.

3.2. Le contrôle externe de la société

3.2.1. Commissaires aux comptes

Les comptes annuels et les états financiers sont audités par un commissaire aux comptes désigné pour un mandat de 3 ans renouvelé une fois conformément aux dispositions de la Loi 10-01 du 29 Juin 2010.

Le commissariat aux comptes est assuré par le cabinet Mustapha HEDDAD, désigné le 30 mars 2009 pour un mandat de trois années qui a été renouvelé une fois conformément à la réglementation en vigueur.

3.2.2. Audit et conseil

La société est conseillée par les cabinets suivants :

Tableau N° 06: Cabinet d’audit en relation avec la société

Cabinet	Accompagnement
GIDE Loyrette Nouvel	Secrétariat du Conseil d’administration, accompagnement juridique et stratégique.
TUV	Mise en place et maintien du système du management de qualité et environnement
Technip	Optimisation de la plate-forme logistique.
C2A	Implémentation du nouveau système comptable et financier et audit opérationnel
NEXT STEP	Système de rémunération et procédures de gestion des ressources humaines.
Alti Conseil & Ingénierie	Audit système d’Information.

Source : Notice d’information NCA-Rouiba spa, 2013. p 85.

NCA-Rouiba a mis en place un ensemble de règles et mécanismes de gouvernance d’entreprise dont le but est de discipliner le comportement de ses dirigeants, afin de répondre aux exigences de ses actionnaires ; sachant que ces bonnes pratiques ont permis à l’entreprise de répondre aux attentes des actionnaires qui est la maximisation du profit, ce qui mène l’entreprise vers une création de valeur toute en respectant ces exigences.

Section 3 : Mesure de la création de valeur au sein de l'entreprise NCA-Rouiba

Mesurer la création de la valeur est un acte primordial, qui s'impose au sein de la firme, dans la mesure où notre objectif de la recherche est d'étudier la création de la valeur, nous allons dans cette section mettre en pratique les outils techniques déjà développés dans la partie théorique en procédant au calcul de la valeur créée au sein de l'entreprise NCA-Rouiba.

Comme toutes entreprises, la NCA-Rouiba procède en premier lieu au calcul des indicateurs de valeur traditionnelle, et fait appel aussi à plusieurs indicateurs, qui lui permettent de valoriser ses actions (fonds propres), de là nous avons choisis les indicateurs qui conviennent mieux à notre cadre théorique (EVA, MVA, TSR, MTB).

1. Mesures de création de la valeur par les indicateurs traditionnels

Afin d'aboutir à des résultats correspondant à la réalité économique et reflétant la situation réelle de l'entreprise, les économistes utilisent des indicateurs traditionnels multiples (comptables, financiers et hybrides), et se réfèrent d'une entreprise à une autre, ils traduisent la richesse que l'entreprise apporte à ses actionnaires par ses activités.

Parmi ces indicateurs, nous avons choisis de calculer : les indicateurs comptables (rentabilité économique, rentabilité financière), et les indicateurs hybrides (EVA).

1.1. Les indicateurs comptables

1.1.1. La rentabilité économique

Elle se calcule par deux indicateurs qui sont ROA et ROCE.

1.1.1.1 Return On Asset « ROA »

Le ROA mesure en pourcentage le rapport entre le résultat net et le total des actifs. Il représente la capacité de l'entreprise à dégager un résultat en utilisant l'ensemble de ses moyens.

$$\text{ROA} = \text{Résultat Net} / \text{Total Actifs}$$

Tableau N° 07: Calcul de la rentabilité « ROA »

	2014	2015	2016
Résultat Net①	310 854	188 985	130 675
Total Actif②	7 209 674	8 340 205	9 280 392
ROA.....①/②=③	4.31%	2.27%	1.41%

Source : Réalisé par nous même à partir des données internes à l'entreprise.

D'après ce tableau nous constatons, que le ratio ROA est positif, qui signifie que l'entreprise a réussi à obtenir des résultats rentable tout en exploitant l'ensemble de ses moyens engagés pour ces exercices, de là, l'entreprise est capable de rentabiliser ses actifs économique.

Malgré ces résultats obtenus, nous remarquons que ROA à une tendance baissière qui est passée de 4,31% à 1,41%, due principalement à la diminution du résultat net et l'augmentation de ses investissements (total actif). La quelle trouve son origine dans l'importance d'une part des charges financières et des dotations aux amortissements ; ceci s'explique par les acquisitions en immobilisations faites par l'entreprise (machine PET et machine de canette).

1.1.1.2. Return On Capital Employed

Le ROCE détermine la capacité de l'entreprise à créer de la valeur. Il correspond à la marge brute de l'entreprise divisée par les capitaux employés. Les capitaux employés, aussi désignés actifs économiques ou de capitaux investis, correspondent à la somme des capitaux propres et de l'endettement financier net.

$$\text{ROCE} = \text{EBITDA} / \text{Capitaux Employés}$$

1.1.1.2.1. Détermination de l'actif économique

C'est la somme de l'actif immobilisés avec le besoin en fond de roulement global de l'entreprise.

Tableau N°08 : Calcul de l'actif économique de NCA-Rouiba

	2014	2015	2016
Actif Immobilisés①	4 499 310	5 271 863	5 714 990
BFR.....②	806 490	1 389 077	1 548 653
Actif Economique.....①+②=③	5 305 800	6 660 940	7 263 643

En DA

Source : Réalisé par nous même à partir des données internes à l'entreprise.

Tableau N° 09 : Calcul de la rentabilité « ROCE »

	2014	2015	2016
EBITDA.....①	982 032	1 009 517	971 727
Actif Economique.....②	5 305 800	6 660 940	7 263 643
ROCE.....①/②=③	18.51%	15.16%	13.38%

Source : Réalisé par nous même à partir des données internes à l'entreprise.

Etant donné que ce ratio n'est pas affecté par la structure financière de l'entreprise, nous avons remarqué que l'entreprise utilise d'une manière efficace les capitaux mis à sa disposition, ce qui la mène à dégager une rentabilité de 18.51% en 2014, 15.16% en 2015 et une rentabilité de 13.38% au cours de la dernière année, cette diminution s'explique par l'augmentation de son actif économique, où y'a croissance de ses actifs immobilisés et son BFR.

1.1.2. La rentabilité financière "Return On Equity"

Le ROE correspond à la rentabilité de l'argent apporté par les actionnaires à la société. Il quantifie le montant des bénéfices réalisés en pourcentage de l'investissement en capital, et par conséquent l'aptitude de la société à rémunérer les actionnaires. Ce ratio se calcule en divisant le résultat net par les capitaux propres.

$$\text{ROE} = \text{Résultat Net} / \text{Capitaux Propres}$$

Tableau N°10 : Calcul de la rentabilité financière « ROE »

	2014	2015	2016
Résultat net①	310 854	188 985	130 675
Capitaux propres②	1 981 115	2 068 197	2 072 066
ROE.....①/②=③	15.69%	9.14%	6.31%

Source : Réalisé par nous même à partir des données internes à l'entreprise.

Ce tableau est révélateur et prouve que la rentabilité financière de l'entreprise NCA-Rouiba est suffisamment large, 15.69% en 2014, 9.14% en 2015 et 6.31% en 2016, ce qui exprime la capacité des dirigeants de l'entreprise à bien employer les ressources apportées par l'ensemble de ses actionnaires, notamment nous constatons que ROA à une tendance baissière, due à la diminution des résultats net et l'augmentation des capitaux propres. Ces derniers sont renforcés par les primes et les réserves.

1.2. Les indicateurs hybrides "Economic value Added(EVA)"

L'indice (EVA) est un indicateur de mesure de la performance interne de l'entreprise. Celle ci se mesure en tenant compte de la rentabilité des investissements et du coût des ressources de financement, est obtenue par la différence entre le taux de rendement des capitaux engagés (ROCE) et le coût du capital (WACC), multipliée par les capitaux engagés, elle se calcul par la formule suivante :

$$\text{EVA} = (\text{ROCE} - \text{WACC}) \times \text{Actif Economique}$$

Les calculs sont présents dans le tableau n°10 (dans la page suivante).

1.2.1. Détermination du WACC ou CMPC

Aucune unité monétaire n'est accordée gratuitement à l'entreprise, en effet pour un actif qui aurait été financé en partie par les fonds propres et en partie par les dettes, le coût global du capital (coût des capitaux engagés) sera un coût moyen pondéré du coût des fonds propres et du coût de la dette (net d'impôt), en fonction du poids respectif de chaque type de financement.

On aura alors :

$$\text{WACC} = (\text{Ke} \times \text{FP} / \text{VE}) + (\text{Kd} \times (1 - \text{IBS}) \times \text{DN} / \text{VE})$$

Avec :

- Ke** = coût des fonds propres
- DN** = endettement net
- FE** = fonds propres
- Kd** = coût de la dette avant impôt
- IBS** = Taux d'imposition
- VE** = FE + DN

Les calculs sont présentés dans le tableau n°11 (dans la page suivante)

1.2.1.1. Le coût des fonds propres (Ke)

Le coût des fonds propres est calculé de la manière suivante :

$$\text{Ke} = \text{Rf} + (\text{Rm} - \text{Rf}) \times \beta_e$$

Avec :

- Rf** = taux sans risque estimé à 3%
- Rm** = taux de rendement attendu sur le marché estimé à 13 %
- (Rm - Rf)** = prime de risque estimé à 10%
- βe** = Leveraged Beta (bêta endetté estimé à 0.9).

Leveraged Beta : le bêta des capitaux propres ou bêta endetté mesure la sensibilité des rendements des titres aux fluctuations de l'indice de marché. Il s'agit d'une mesure globale du risque systémique par la prise en compte du risque opérationnel lié à l'exploitation et du risque financier lié à l'impact de la structure financière. Il se calcule de la manière suivante :

$$\text{Leveraged Beta} = \beta \text{ désendetté} \times [1 + (1 - \text{IBS}) \times (\text{DN} / \text{VE})]$$

Avec :

IBS : Impôts sur les bénéfices des sociétés ;

DN : Dette nette ;

VE : Fonds propres + Dette nette.

Les calculs sont présentés dans le tableau n°11 (dans la page suivante)

1.2.1.2. Le coût de la dette (Kd)

C'est le rapport entre le montant des charges financières dans le compte de résultats et celui des dettes financières portant des intérêts.

Les calculs sont présentés dans le tableau n°11 (dans la page suivante).

Tableau N°11 : Calcul du coût moyen pondéré du capital de l'entreprise « WACC »

	2 014	2 015	2016
Taux d'IBS (réel)	22%	22%	22%
Dette nette	2 676 781	3 117 402	4 960 285
Fonds propres	1 981 115	2 068 197	2 072 066
VE	4 657 896	5 185 599	7 032 351
DN/VE	57%	60%	71%
FP/VE	43%	40%	29%
Rf	3.0%	3.0%	3.0%
Rm	13.0%	13.0%	13.0%
Prime de risque (Rm - Rf)	10.0%	10.0%	10.0%
Beta	0.635	0.635	0.635
Leveraged Beta	1.30	1.38	1.82
Coût des capitaux propres (Ke)	13.3%	14.1%	18.5%
Moyenne (Ke)	15.3%		
Coût de la dette	3.3%	6.0%	3.4%
Coût de la dette net d'impôt	2.6%	4.7%	2.6%
WACC	7.1%	8.5%	7.3%
Moyenne WACC	7.6%		

Source : Réalisé par nous même à partir des données internes à l'entreprise.

1.2.2. Détermination de l'indice 'EVA'

En ce qui concerne l'indice EVA, il est considéré comme un indicateur de gouvernance d'entreprise. Il est donc présenté comme un outil symbolique. Selon ses promoteurs, il sera prévu d'aligner les incitations offertes aux gestionnaires sur la création de la valeur pour les actionnaires, il est le plus utilisé car il contribue à une bonne analyse de l'entreprise, en tenant compte du coût des ressources. L'indicateur EVA montre clairement le lien entre les décisions

stratégiques et opérationnelles et leur impact sur les rendements des actionnaires. Il est obtenu par la différence entre le taux de rendement des capitaux engagés (ROCE) et le coût du capital (WACC), multipliée par les capitaux engagés (actif économique).

Tableau N° 12 : Calcul de l'EVA de NCA-Rouiba

	En KDA		
	2014	2015	2016
Actif économique.....①	5 305 800	6 660 940	7 263 643
ROCE.....②	18.51%	15.16%	13.38%
WACC.....③	7.60%	7.60%	7.60%
EVA.....(②-③)*①	578 863	503 567	419 839

Source : Réalisé par nous même à partir des données internes à l'entreprise.

L'indicateur de l'EVA est positif, cela indique que l'entreprise a dégagé un surplus en capitaux au-delà de coût des ressources exigé par les actionnaires, **578 791 KDA** en 2014, **578 791 KDA** en 2015 et **419 690 KDA** en 2016.

Nous avons constaté que l'entreprise a été créatrice de valeur, elle a couvert le coût des capitaux investis tout au long des trois années. L'effet de la gouvernance sur la création de valeur intrinsèque est positif dans la mesure où l'équipe dirigeante opte pour des stratégies plus pertinentes suite à l'incitation de ses mécanismes.

2. Mesures de création de la valeur par les indicateurs boursier

Dans notre travail de recherche, nous associons cette idée de création de la valeur à la création de valeur boursière, suite à des indicateurs fournissant des informations sur la valeur au niveau externe (le marché boursier), prenant principalement en compte les indicateurs les plus populaires : l'indicateur MVA, MTB et l'indicateur TSR.

2.1. L'indicateur Market Value Added (MVA)

La MVA est un outil hybride mi-comptable mi-financier de mesure de la création de valeur. Son point fort est sa simplicité : écart entre la valeur de marché de l'actif économique et de son montant comptable. Son point faible est qu'elle est soumise à la volatilité des marchés boursiers. De plus, elle n'est pas applicable aux entreprises non cotés.

Tableau N°13 : Calcul de MVA de l'entreprise « NCA-Rouiba »

	En DA		
	2014	2015	2016
Prix de clôture de l'action (P)...①	365	355	335
Nombre d'actions en circulation(NA)...②	8 491 950	8 491 950	8 491 950
Capitalisation boursière....①*②=③	3 099 561 750	3 014 642 250	2 844 803 250
Valeur comptable des capitaux propres..④	1 981 114 938	2 068 196 733	2 072 066 347
MVA.....③-④=⑤	1 118 446 812	946 445 517	772 736 903

Source : Réalisé par nous même à partir des données internes à l'entreprise.

Selon indicateur MVA, l'entreprise NCA-ROUIBA est créatrice de valeur sur toute la période de l'étude allant de l'année 2014, jusqu'à l'année 2016, en réalisant des plus value de 1 118 446 812 DA en 2014 ; de 946 445 517 DA en 2015 et de 772 736 903 DA en 2016. Ces montants constituent la richesse que procure l'entreprise NCA- ROUIBA à ses actionnaires.

Ainsi, les résultats révèlent une capitalisation boursière largement supérieure à la valeur comptable des fonds propres de l'entreprise.

2.3. L'indicateur Market-To-Book

Book to market désigne un ratio financier, utilisé principalement pour déterminer si une action est surévaluée ou non. Le book to market se calcule en rapportant la valeur comptable nominale de l'action de l'entreprise à sa valeur cotée à un moment donné.

Tableau N°14: Calcul de MTB de NCA-Rouiba

	2014	2015	2016
Capitalisation boursière①	3 099 561 750	3 014 642 250	2 844 803 250
Valeur comptable des capitaux propres.....②	1 981 114 938	2 068 196 733	2 072 066 347
MTB①/②=③	1.56	1.46	1.37

Source : Réalisé par nous même à partir des données internes à l'entreprise.

De ce tableau, nous remarquons que l'indicateur market to book est supérieur à 1 durant les trois années, cela veut dire que l'action de l'entreprise NCA-Rouiba est surévaluée, autrement dit, l'entreprise est créatrice de valeur durant toute la période entre 2014 jusqu'à 2016.

2.4. L'indicateur Total Sharholder Return

Concrètement le TSR, mesure la création de valeur actionnariale à partir des flux de revenu acquis par la détention d'une action.

Tableau N° 15 : Calcul de TSR de l'entreprise « NCA-Rouiba »

	2014	2015	2016
Cour de clôture de l'action (P)①	365	355	335
Dividende par actions②	10	12	15
Cour de debut d'année de l'action.....③	405	365	355
TSR.....((①-③)+②)/③	- 0.07	0.01	- 0.01

Source : Réaliser par nous même à partir des données internes à l'entreprise.

Selon ce tableau, nous constatons que le TSR est négatif durant la première et la dernière année, qui s'explique par la baisse du cours de l'action en fin d'année de ces deux ans, et il est positif l'année 2015, suite à l'évolution de prix de l'action à la fin de cette année, et si en le comparant au coût moyen pondéré nous observons une grande différence, il est largement inférieur au WACC, ce qui signifie que l'entreprise est destructrice de la valeur.

Tableau N° 16 : Récapitulatif des indicateurs de création de valeur

	2014	2015	2016
EVA	578 863	503 567	419 839
MVA	1 118 446 812	946 445 517	772 736 903
MTB	1.56	1.46	1.37
TSR	- 0.07	0.01	- 0.01

Source : Réaliser par nous même à partir des données internes à l'entreprise.

A travers ce tableau, nous constatons que les résultats obtenus par les indicateurs EVA, MVA et MTB, nous mènent à constater que l'entreprise NCA-Ruiba est créatrice de valeur au niveau interne (EVA positif) et externe (MVA positif et MTB supérieur à 1), en revanche le TSR démontre que la valeur boursière n'est pas atteinte qui s'explique par la diminution du cours de l'action sur la bourse d'Alger.

Conclusion

Grâce à cette contribution, nous avons constaté que les entreprises familiales sont l'une des principales sources de croissance économique. En raison de leur nature, ils sont confrontés à de nombreux défis supplémentaires par rapport à ceux auxquels ils sont affrontés. Certains de ces problèmes peuvent être résolus en adoptant une structure de gouvernance d'entreprise appropriée au sein de l'entreprise. Ainsi, le système de gouvernance des entreprises familiales algériennes présente des caractéristiques très différentes, car en plus des bienfaits de la mise en place d'un système de gouvernance d'entreprise reconnu pour toute entreprise, il existe également un intérêt pour l'organisation et l'harmonie familiale en tant que question.

Cette étude de cas nous a permis de constater que NCA-Rouiba se situe au niveau des plus grandes entreprises algériennes en termes de gouvernance familiale, elle est dotée de bonne pratique de gouvernance, ou elle met en place les différents mécanismes de gouvernance qui ont réussi à aligner les intérêts de toutes les parties prenantes (actionnaires, dirigeants, employés...), cette firme n'hésite pas à adopter, et à créer de nouveaux dispositifs afin de maximiser sa valeur. Elle adopte une politique qui change de génération en génération, mais qui vise toujours à maintenir l'entreprise en bonne posture par rapport à la concurrence forte existante.

L'ouverture du capital de l'entreprise, et le succès de son introduction en bourse en 2013, sont réalisés tout en maintenant son caractère familial « OTHMANI », ce qui nous a menés à mesurer la création de la valeur entre l'année 2014 et l'année 2016, en se basant sur des indicateurs internes et d'autres externes.

En termes de création de valeur d'un point de vue interne, l'étude de la performance financière et économique par les ratios de la rentabilité financière et rentabilité économique révèle un retour sur capitaux propres investis sur toute la période de l'étude, et un retour sur ses actifs économiques, l'application de l'indicateur EVA, nous permet de dire que « NCA-Rouiba » est créatrice de valeur au niveau interne suite aux résultats positifs obtenus.

En termes de création de valeur d'un point de vue externe, l'importance du TSR est faible par rapport aux indicateurs MVA et MTB, ceux-ci comparent directement la valorisation du marché (capitalisation boursière) à la situation réelle et interne de la société (capitaux propres).

En se référant aux résultats de cette analyse, nous tirons deux conclusions contradictoires : selon MVA et MTB, l'entreprise NCA-Rouiba est créatrice de la valeur sur le marché boursier, mais, selon le TSR, NCA-Rouiba est destructrice de la valeur en vue externe.

Selon notre étude, les indicateurs de mesure appliqués aux cas NCA-Rouiba révèlent des résultats confirmant les résultats de nombreuses études expérimentales et les hypothèses de nombreuses théories. Ces études mettent en évidence l'impact positif de la mise en place d'un ensemble de mécanismes de gouvernance au sein d'une organisation sur la création de valeur interne et boursière. Cependant, d'un point de vue externe, les résultats du TSR révèlent la destruction de la valeur, ce qui s'explique par la variation baissière des cours des actions, due

de l'inactivité de la bourse d'Alger. Dans ce cas, notre hypothèse de recherche n'est que partiellement vérifiée, impliquant le non vérification de la seconde.

CONCLUSION GENERALE

Conclusion Générale

Au terme de cette étude, nous avons essayé de montrer qu'au-delà des facteurs d'ordre économiques, financiers et socioculturels, la dynamique de la gouvernance apparaît également comme un facteur déterminant de l'attractivité des entreprises, l'ultime but des entrepreneurs est d'avoir une entreprise performante (plus de bénéfices, de valeurs ajoutées).

La complexité croissante des entreprises, notamment due à la mondialisation des transactions, a fait apparaître ce besoin d'organiser les rapports de force entre les différents acteurs, la gouvernance d'entreprise a pour principal but d'améliorer la performance et donc la compétitivité d'une société, et de répondre aux exigences des actionnaires, qui cherchent toujours à aligner le comportement des dirigeants envers leurs apports, afin de maximiser la rentabilité des ces derniers et créer plus de richesse.

Dans le premier chapitre, à partir de l'analyse théorique du concept de gouvernance d'entreprise, nous avons défini, et exposé l'origine de la GE, ensuite, nous avons expliqué les composantes et les mécanismes de la gouvernance d'entreprise, et en fin nous avons évoqués les systèmes de GE existants et la GE des entreprises familiales ou nous nous sommes intéressés à la gouvernance d'entreprise en Algérie, pratiquement en 2008 les chefs des entreprises privées ont été convaincus de son importance en créant le premier code de bonne gouvernance dénommé (GOAL), il a surtout été développé afin d'améliorer le respect des principes d'équité, de transparence, de responsabilité sur le marché intérieur et extérieur.

Une structure de gouvernance solide et cohérente basée sur la mise en place de comités de gestion, de comités d'experts de différents secteurs de l'organisation et, enfin, de comités consultatifs composés de membres externes, permis aux entreprises d'éviter la prise de décision dans un silo qui n'est pas idéal pour l'organisation, cela règne un environnement transparents et clairs en matière d'information financière.

Nous avons également montré que la gouvernance d'entreprise avait sa raison d'être en raison de son impact apparent sur la performance globale de l'entreprise et de la manière dont elle joue un rôle très important pour répondre aux besoins des actionnaires « création de la valeur », qui a été clairement expliqué dans le second chapitre.

Ainsi dans le deuxième chapitre, nous avons traité le concept de création de la valeur dans de différents angles, suivit par une démonstration de l'origine de la création de la valeur, et des leviers de création de la valeur, ensuite nous avons illustré les indicateurs populaires de la création de la valeur, enfin nous nous sommes focalisés sur le lien étroit, existant entre les deux concepts gouvernance d'entreprise et création de la valeur.

Les indicateurs de mesure de celle-ci reflètent à la fois le résultat de la gestion interne (la rentabilité économique, financière, le CFROI, et l'indicateur EVA) et les attentes du marché (MVA, MTB et le TSR) dans lesquelles les entreprises sont incluses.

L'objectif assigné à la gouvernance d'entreprise par un bon contrôle interne et la qualité de la communication financière et ces mécanismes, est d'accroître l'efficacité de la société, en lui permettant de créer d'avantage de valeur. Une bonne gouvernance est nécessaire, pour que les dirigeants ne réalisent pas des opérations destructibles de valeur. Elle met en jeu des leviers d'alignement du comportement des dirigeants par deux mécanismes, l'incitation financière et le mécanisme de contrôle, pour limiter l'opportunisme du dirigeant et donc créer de la valeur.

Donc, la finalité recherchée par l'adoption de meilleures pratiques de gouvernance est la création de valeur.

A l'aune des développements théoriques et conceptuels effectué dans le premier et le deuxième chapitre dans notre travail de recherche, nous avons dans le troisième chapitre rapprocher le rôle de la gouvernance d'entreprise dans le processus de création de la valeur théoriquement à la réalité de l'entreprise algérienne, ou nous avons mis le point sur l'analyse et la mesure de création de la valeur au sein de l'entreprise « NCA-Rouiba » comme illustration des bonnes pratiques de gouvernance.

L'étude de ce cas particulier nous a permis de constater que la NCA-Rouiba a résisté au temps, en s'inscrivant toujours dans une logique de performance et d'amélioration continue et en réussissant à faire face à d'importants changements internes et externes à elle, toutes en suivant un bon code de gouvernance d'entreprise.

La capacité de NCA-Rouiba à dépasser toutes ces étapes cruciales, a été facilitée par la mise en place des pratiques de gouvernance à l'avant-garde portées par des valeurs familiales historiques et une culture d'entreprise profondément ancrée.

Etant donné, que EVA est une mesure de création de la valeur internes et économiques, et que MVA et MTB des indicateurs de mesure externes sont positive, l'entreprise NCA-Rouiba, parvient à mieux gérer ses ressources et être créatrice de valeur.

En revanche, l'entreprise n'a pas encore mit en place des structures de gouvernance familiale telles qu'un conseil de famille ou une assemblée familiale de façon formelle. De cette façon, la gouvernance familiale, qui traite de la structure et du devenir de son patrimoine n'est pas encore dissociée de la gouvernance d'entreprise, cette confusion des genres est sans doute une caractéristique sur laquelle il faudra porter l'attention.

BIBLIOGRAPHIE

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrage :

PARRAT.F, « le Gouvernement d'Entreprise », Dunod, France, 2003.

GREGORY.D, « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise : les exigences de l'actionnaire s'opposent-elles à l'intérêt social ? » Revue des sciences de gestion, n°224- 225 Finance, Mars -Juin 2007.

CABY. J « La création de valeur de l'entreprise », éd Economica, Paris, 2001.

CABY. J et HIRIGOYEN .G, « Création de valeur et gouvernance d'entreprise» éd Economica, Paris, 2005.

CHARREAUX .G, « Finance d'entreprise », éd EMS, Paris, 2000.

CHARREAUX .G, « Gouvernement d'entreprise, théories et faits », Ouvrage collectif, Economica, Paris, 1997.

HOAROU .C, « Analyse et évaluation financière des entreprises et des groupes», Vuibert, Paris ,2008.

CABANA .P, « Manuel de gouvernance d'entreprise : missions et fonctionnements des conseils, meilleures pratiques de gouvernance, rôle des administrateurs », Paris : Eylloes, 2013.

WRTIZ .P, « Evolution institutionnelle, Schémas mentaux et gouvernement des entreprises : Le cas KruppThyssen », Finance contrôle et stratégie, volume 2, n°1, France, mars 1999.

HELENE .P, « gouvernance d'entreprise pour tous dirigeants, administrateurs et investisseurs », 2ieme Edition, HEC Paris, 2006

WRTIZ .P, « Politique de financement et gouvernement d'entreprise », Ed Economica, Paris, 2002.

Ly-BARO .F, Création de valeur et Gouvernance de l'Entreprise, 3°édition Economica, paris 2002.

S. Abouzaid, « Manuel de gouvernance des entreprises familiales », IFC, Washington, 2018.

LARDY. P, PIG .B : « La gestion stratégique des couts », édition EMS, Paris, 2001.

FRANK .B , « la gouvernance d'entreprises ».éd Economica.Paris1997.

Dictionnaire :

- Le ROBERT & Collins, business dictionnary, paris, 2011.
- Dictionnaire d'Economie et de Sciences Sociales Claude Danièle Echaude maison BERTI édition, Alger, 2009.

Textes réglementaires :

Le code de gouvernance d'entreprise en Algérie. GOAL, EDITION 2009.

Journaux :

- Journal of Political Economy, vol.94, 1986, p. 691-719, cité dans Gérard Charreaux, janvier 2004, "Les théories de la gouvernance: de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux".

Articles et Revues :

- WEINSTEIN. O, « Quelques controverses théoriques. L'entreprise dans la théorie économique », Revue Comprendre l'économie, vol1.

-Article de Peter Wirtz , « Evolution institutionnelle schemas mentaux et gouvernement des entreprise : le cas Krupp-Thyssen »,Finance –contrôle-stratégie, volume 2,mars 1999.

Rapport :

- Rapport du Fonds International De Développement Agricole, La Bonne Gouvernance : Une mise Au Point, Rome, 8-9 Septembre 1999

Thèses et Mémoires :

ASSOUS. N, « L'impact des décisions financières sur la création de valeur au sein des entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger », Thèse de doctorat, Université de Tizi-Ouzou, juin 2015.

BENNAFA .F, « Création, Mesure et Management de la Valeur Actionnariale Cas du groupe Danone » Mémoire magister, Université Tizi-Ouzou, Novembre 2015.

KERZABI .D, « Les déterminants de la valeur actionnariale : Cas des entreprises maghrébines cotées en bourse » ; Thèse de doctorat, Université de TLEMCEM 2015.

KHERRAF .H, «La gouvernance de l'entreprise familiale », Mémoire magister, Université d'Oran, Septembre 2014.

LISTES DES SHEMAS, FIGURES ET TABLEAUX

LISTES DES SHEMAS, FIGURES ET TABLEAUX

Liste des schémas

N°	Désignation	Page
01	Les parties prenantes	12
02	L'entreprise et ses parties prenantes	57

Liste des figures

N°	Désignation	Page
01	Les acteurs de la gouvernance	14
02	Les pouvoirs constituant la gouvernance d'entreprise	18
03	Les composants de la gouvernance d'entreprise	19
04	Bouclage des mécanismes de gouvernance dans l'entreprise familiale d'après Steier (2003).	32
05	Les facteurs de la création de valeur	43

Liste des tableaux

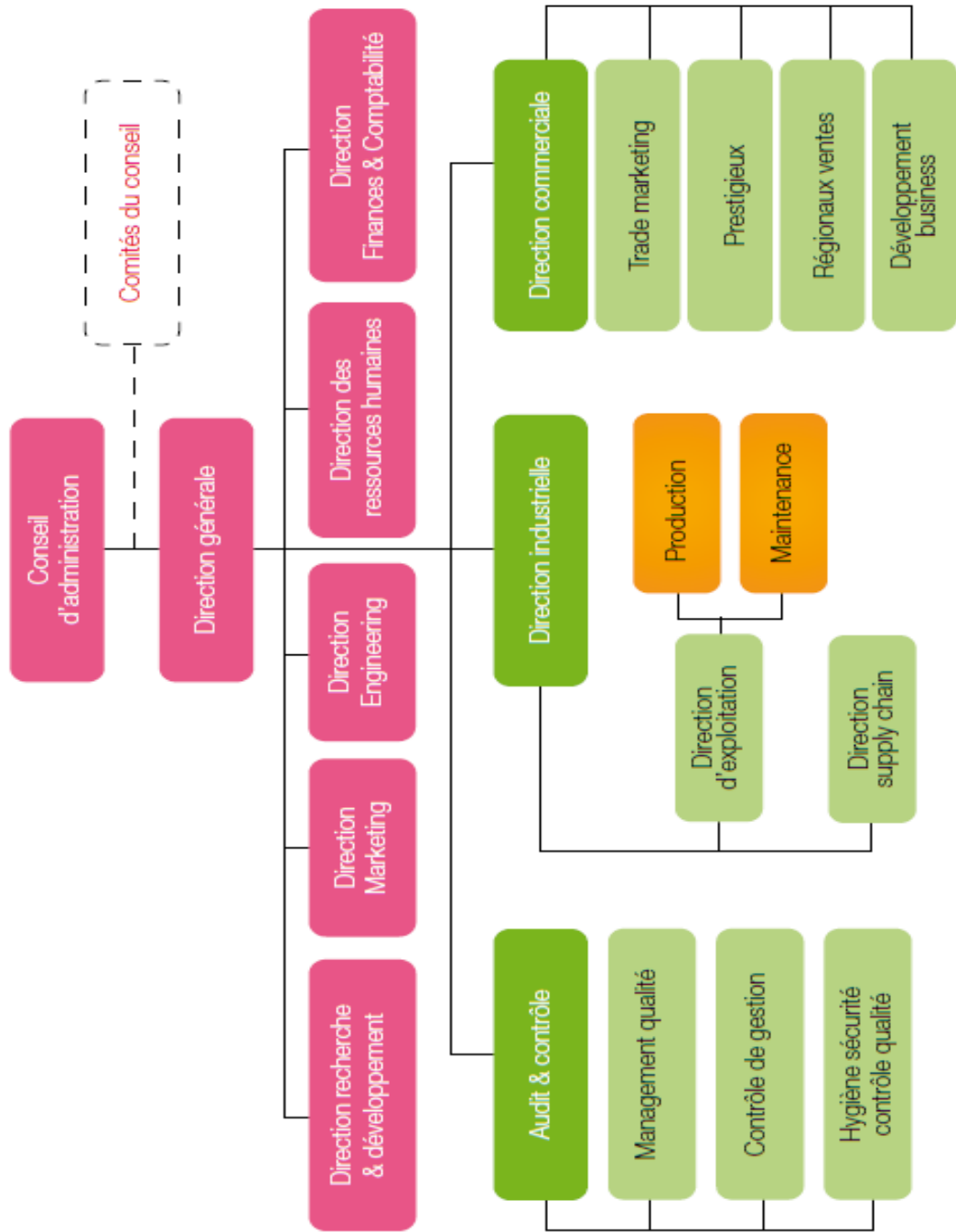
N°	Désignation	Page
01	Typologie des mécanismes de gouvernance des entreprises.	21
02	La contribution des parties prenantes à la création de la valeur	58
03	Répartition du capital initial à la constitution (En1966)	69
04	Les règles fondamentales d'une bonne gouvernance d'entreprise au sein de l'entreprise « NCA-Rouiba »	79
05	Actionnaires de la société au moment de l'émission	82
06	Cabinet d'audit conseil en relation avec la société.	85
07	Calcul de la rentabilité « ROA »	87
08	Calcul de l'actif économique de NCA-Rouiba	87
09	Calcul de la rentabilité « ROCE »	88
10	Calcul de la rentabilité financière « ROE »	88
11	Calcul du cout moyen pondéré du capital de l'entreprise « WACC »	90
12	Calcul de l'EVA de NCA-Rouiba	91
13	Calcul de MVA de l'entreprise « NCA-Rouiba »	91
14	Calcul de MTB de NCA-Rouiba	92
15	Calcul du TSR de l'entreprise « NCA-Rouiba »	92
16	Tableau récapitulatif des indicateurs de création de valeur	93

ANNEXES

ANNEXES

ANNEXES N°01 : Organigramme de la NCA-Rouiba

La NCA-Rouiba est organisée fonctionnellement selon l'organigramme hiérarchique suivant :



ANNEXES N°02 : Présentation des bilans (ACTIF)

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS				
ACTIF	NOTE	2016 NET	2015 NET	2014 NET
ACTIF NON COURANT				
Immobilisations incorporelles	4.1	28 075 741	27 151 416	13 181 038
Immobilisations corporelles	4.2	5 686 914 402	5 244 711 770	4 486 129 061
Terrains		1 183 751 184	1 183 751 184	1 183 751 184
Bâtiments		705 651 060	751 767 309	797 757 546
Autres immobilisations corporelles		3 082 701 497	3 157 978 766	2 351 166 839
Immobilisations en concession		-	-	-
Immobilisations encours		714 810 661	151 214 512	153 453 493
Immobilisations financières	4.3	27 549 692	30 694 806	54 539 112
Autres participations et créances rattachées		-	-	-
Autres titres immobilisés		-	-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		1 907 916	2 034 391	1 614 391
Impôts différés actif		25 641 777	28 660 415	52 924 721
TOTAL ACTIF NON COURANT		5 742 539 835	5 302 557 992	4 553 849 211
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	4.4	981 513 129	1 164 305 624	1 043 003 061
Créances et emplois assimilés		2 435 117 695	1 633 134 795	1 386 693 346
Clients	4.5	2 360 103 963	1 403 362 966	1 158 815 158
Autres débiteurs	4.6	20 196 464	80 974 412	134 907 092
Impôts et assimilés	4.7	36 676 419	97 145 337	65 911 892
Autres créances et emplois assimilés	4.8	18 140 849	51 652 079	27 059 205
Disponibilités et assimilés		121 221 865	240 206 347	226 128 876
Placements et autres actifs financiers courants		7 114 730	7 539 490	14 335 010
Trésorerie	4.9	114 107 135	232 666 857	211 793 866
TOTAL ACTIF COURANT		3 537 852 689	3 037 646 766	2 655 825 284
TOTAL GENERAL ACTIF		9 280 392 524	8 340 204 758	7 209 674 495

ANNEXES N°03: Présentation des bilans (PASSIF)

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

PASSIF	O.T.E.	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2014
CAPITAUX PROPRES				
Capital émis		849 195 000	849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		-	-	-
Primes et réserves		1 091 622 483	1 030 016 538	820 783 885
Ecart de réévaluation		-	-	-
Résultat net		130 675 438	188 985 195	310 853 613
Autres capitaux propres		573 426	-	282 440
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	5.1	2 072 066 347	2 068 196 733	1 981 114 938
PASSIFS NON COURANTS				
Emprunts et dettes financières	5.2	2 903 896 190	3 117 402 307	2 676 780 567
Impôts (différés et provisionnés)	5.3	9 230 686	5 143 251	1 728 774
Autres dettes non courantes		-	-	-
Provisions et produits constatés d'avance	5.3	9 563 188	8 613 837	3 640 997
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		2 922 690 065	3 131 159 396	2 682 150 338
PASSIFS COURANTS				
Fournisseurs et comptes rattachés	5.4	1 809 080 211	1 367 058 312	1 255 300 864
Impôts	5.5	19 201 886	40 632 773	163 080 164
Autres dettes	5.6	242 902 928	800 345 084	709 587 941
Trésorerie passif	5.7	2 214 451 087	932 812 462	418 440 250
TOTAL PASSIFS COURANTS		4 285 636 112	3 140 848 630	2 546 409 218
TOTAL GENERAL PASSIF		9 280 392 524	8 340 204 758	7 209 674 495

ANNEXES N°04 : Bilan financier

Bilan financier

	2014	2015	2016
Fonds Propres	1 981 115	2 068 197	2 072 066
Capital	849 195	849 195	849 195
<u>Autres Fonds Propres</u>	<u>821 066</u>	<u>1 030 017</u>	<u>1 092 196</u>
Primes et réserves	820 784	1 030 017	1 091 622
Ecart de réévaluation			
Autres capitaux propres	282	-	573
Résultat de l'Exercice	310 854	188 985	130 675
Passifs non courants	2 745 061	3 291 138	5 156 377
Crédits bancaires	2 676 781	3 117 402	4 960 285
Impôts (différés et provisionnés)	-	-	-
Autres dettes non courantes	64 640	173 154	196 092
Provisions et produits constatés d'avance	3 641	582	-
Capitaux permanents	4 726 176	5 359 335	7 228 444
Actif Immobilisé	4 499 310	5 271 863	5 714 990
Immobilisations brutes	6 484 083	7 756 451	8 696 595
Amortissements	1 984 773	2 484 588	2 981 605
Autres Actifs non courants	52 810	17 520	8 756
Fonds de Roulement	174 056	69 952	1 504 698
Besoin en Fonds de Roulement	806 490	1 389 077	1 548 653
stock matière première & autres consommables	753 745	858 576	695 209
stock produits fabriqués	289 258	305 730	286 304
Clients	1 022 558	1 392 186	2 346 931
Fournisseurs	1 075 778	1 122 205	1 600 537
Autres Actifs	116 685	165 390	69 153
Autres Passif	299 978	210 600	248 408
Trésorerie	- 632 434	- 1 319 125	- 43 955

ANNEXES N°05 : COMPTE DE RESULTATSS PERIODE DU 2014 AU 2016

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2014
Chiffre d'affaires	7 983 651 413	7 490 167 433	7 053 727 818
Variation stocks produits finis et en-cours	30 204 242	66 962 859	(8 788 499)
Production immobilisée	-	-	-
Subventions d'exploitation	-	-	1 251 776
PRODUCTION DE L'EXERCICE	<u>8 013 855 655</u>	<u>7 557 130 291</u>	<u>7 046 191 095</u>
Achats consommés	(4 831 599 357)	(4 520 098 571)	(4 150 717 902)
Services extérieurs et autres consommations	(1 351 522 971)	(1 157 586 303)	(1 038 591 810)
CONSOMMATION DE L'EXERCICE	<u>(6 183 122 328)</u>	<u>(5 677 684 874)</u>	<u>(5 189 309 712)</u>
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION	<u>1 830 733 327</u>	<u>1 879 445 417</u>	<u>1 856 881 382</u>
Charges de personnel	(766 196 342)	(729 349 666)	(723 916 388)
Impôts taxes et versements assimilés	(66 747 764)	(115 655 531)	(108 206 669)
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	<u>997 789 221</u>	<u>1 034 440 220</u>	<u>1 024 758 326</u>
Autres produits opérationnels	11 966 009	12 238 979	11 592 505
Autres charges opérationnelles	(102 978 529)	(102 696 437)	(115 600 837)
Dotations aux amortissements et aux provisions	(603 224 179)	(516 406 162)	(471 393 651)
Reprise sur pertes de valeur et provisions	14 081 771	12 214 428	5 041 476
RESULTAT OPERATIONNEL	<u>317 634 294</u>	<u>439 791 029</u>	<u>454 397 817</u>
Produits financiers	64 871 996	33 609 894	27 595 211
Charges financières	(230 916 633)	(221 380 402)	(113 049 816)
RESULTAT FINANCER	<u>(166 044 637)</u>	<u>(187 770 507)</u>	<u>(85 454 606)</u>
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS	<u>151 589 656</u>	<u>252 020 521</u>	<u>368 943 211</u>
Impôts exigibles sur résultat ordinaires	(13 808 145)	(35 356 543)	(75 135 133)
Impôts différés sur résultats ordinaires	(7 106 073)	(27 678 783)	17 045 535
Total des produits des activistes ordinaires	<u>8 104 775 430</u>	<u>7 615 193 593</u>	<u>7 090 420 286</u>
Total des charges des activités ordinaires	<u>(7 974 099 992)</u>	<u>(7 426 208 398)</u>	<u>(6 779 566 672)</u>
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	<u>130 675 438</u>	<u>188 985 195</u>	<u>310 853 613</u>
Eléments extraordinaires (produits)	-	-	-
Eléments extraordinaires (charges)	-	-	-
RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	<u>130 675 438</u>	<u>188 985 195</u>	<u>310 853 613</u>

ANNEXES N°06 : CHECK LIST D'AUTO EVALUATION DES PRATIQUES DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE.

Evaluez vous-même vos pratiques de gouvernance et identifiez vos pistes de progrès. Cette check-list est strictement personnelle. Cochez la case qui correspond à la réalité de votre entreprise.

A. Droits et devoirs des actionnaires

Assemblée générale et gouvernance d'entreprise	Pratique faible ou inexistante	Pratique moyenne à améliorer	Bonne Pratique acquise par l'entreprise
La vision et la stratégie de l'entreprise sont discutées en Assemblée Générale	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Les objectifs chiffrés sont soumis à l'AG sous forme de business plan annuel ou pluriannuel.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Les prérogatives légales de l'Assemblée Générale, sous ses différentes formes (AGO/ AGEX /AG MIXTE), sont respectées.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Dans une société familiale, une forme de Conseil Familial existe, sans préjudice pour les actionnaires non familiaux.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Les actionnaires sont liés par un pacte reprenant les accords non prévus, au préalable, par la loi et/ou les statuts.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Les informations complètes relatives à la tenue des AG arrivent en temps opportun et utile aux actionnaires.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Les points de l'ordre du jour sont documentés, au préalable.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Les actionnaires disposent du droit effectif d'inscrire des points à l'ordre du jour.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Les actionnaires accèdent aux informations relatives aux comptes de l'entreprise, aux rapports des commissaires au comptes, et aux autres expertises.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Les actionnaires disposent en temps utile des choix stratégiques et informations pouvant affecter la distribution des dividendes.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Les actionnaires ont un droit effectif de décision sur la répartition des dividendes (politique explicite de distribution).	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Il n'existe pas de mesures écrites ou non écrites limitant les droits des actionnaires minoritaires.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Les résolutions d'AG sont transmises, dans les délais conventionnels, aux actionnaires.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
B. Administration de la société			
Pratiques de gouvernance et Conseil d'Administration	Pratique faible ou inexistante	Pratique moyenne à améliorer	Bonne Pratique acquise par l'entreprise
La société dispose d'un Conseil d'Administration ou d'un équivalent (pour les SARL, EURL ou autres).	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Les prérogatives du Conseil d'Administration sont définies dans les statuts ou dans un document équivalent.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Les tâches et responsabilités sont réparties au sein du conseil.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Le CA dispose des prérogatives de contrôle de la Direction Exécutive.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Le fonctionnement du CA est défini dans un document interne de type règlement ou procédure	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Le CA accède à toute information nécessaire à son fonctionnement.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
La composition du CA reflète la composition de l'AG.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
La composition du CA répond à un principe de compétence.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Le CA se compose, aussi, d'administrateurs externes.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Le CA ou la structure équivalente recourt à l'expertise externe ponctuelle (conseil).	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
La rémunération des administrateurs est transparente et nettement définie	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

La rémunération des administrateurs est distincte des rémunérations liées à leurs autres statuts éventuels (actionnaire et/ou salarié).	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Les indemnités perçues par les administrateurs sont nettement encadrées et contrôlées de manière à ne pas constituer une rémunération occulte.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
C. Direction Exécutive :			
Comité Directeur/ Conseil de Direction	Pratique faible ou inexistante	Pratique moyenne à améliorer	Bonne Pratique acquise par l'entreprise
Les fonctions de direction sont nettement identifiées dans l'entreprise.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Les postes de direction sont identifiés et attribués.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
La nomination aux postes de direction obéit au critère de compétence.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
L'entreprise recourt au recrutement de managers externes à l'actionnariat ou au noyau familial.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Les prérogatives de la direction sont précisées et admises par les directeurs.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
La direction de l'entreprise est formalisée par un Conseil/ Comité de Direction.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Le fonctionnement du Conseil de Direction est défini par un règlement ou une procédure.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
La rémunération des membres de la direction répond à des critères préalablement convenus.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Les modalités de révocation des membres de la direction sont préalablement définies.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
La direction recourt à l'expertise externe ponctuelle (conseil).	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
La gestion de l'entreprise est formalisée par des procédures conformes aux standards internationaux.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Les relations avec le CA sont formalisées et codifiées.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

D. Relations avec les parties prenantes externes :			
Pratiques de gouvernance et relations avec les parties prenantes externes	Pratique faible ou inexistante	Pratique moyenne à améliorer	Bonne Pratique acquise par l'entreprise
L'entreprise adopte une politique de transparence fiscale.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
L'entreprise s'assure de divulguer les informations légales en qualité et en temps requis.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
L'entreprise informe, en temps utile, les parties prenantes, des questions qui les concernent.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
L'entreprise dispose de supports d'information adéquats (sa vision, ses projets, ses résultats, ses besoins), en direction des différentes parties prenantes, en plus des documents et supports légaux. Et en particulier, en direction : <ul style="list-style-type: none"> 1. de la banque et des partenaires financiers ; 2. des clients ; 3. des fournisseurs ; 4. du personnel. 	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
L'entreprise se conforme à la législation sociale et à celle régissant les relations de travail.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
L'entreprise adopte une politique de ressources humaines assurant son développement à long terme.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
L'entreprise adopte une politique d'entreprise citoyenne et assume une responsabilité écologique, sociale et éthique.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
E. Transmission de l'entreprise :			
Pratiques de gouvernance en rapport avec la transmission de l'entreprise	Pratique faible ou inexistante	Pratique moyenne à améliorer	Bonne Pratique acquise par l'entreprise
Les successeurs potentiels dans l'entreprise sont identifiés et préparés à cette fin.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

<p>Les sources potentielles de conflits ou de contentieux à la succession sont identifiées. Les mesures adéquates pour y remédier sont prises.</p>	○	○	○
<p>Une attention particulière est apportée aux points suivants :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. identification des responsabilités au sein de l'entreprise ; 2. situation patrimoniale de l'entreprise ; 3. créances ; 4. dettes ; 5. Structure effective et prévisionnelle de l'actionnariat. 	○	○	○
<p>La transmission hors héritiers (le cas échéant) est préparée. On procède dans ce cadre, notamment :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Au recrutement et à l'intégration de managers externes en vue de Management Buy Out (MBO) ; 2. A l'intégration d'actionnaires externes ; 3. A l'évaluation de l'entreprise. 	○	○	○

TABLE DE MATIERE