

**REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE**  
**MINISTRE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE**  
**SCIENTIFIQUE**  
**UNIVERSITE MOULOD MAMMERI TIZI OUZOU**



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

**DEPARTEMENT DES SCIENCES FINANCIERES ET COMPTABILITE**

**Mémoire en vue de l'obtention du diplôme de master en sciences Financières et  
Comptabilités**

**Option : Finance d'entreprise**

**Thème :**

**LES DECISIONS FINANCIERES ET LA  
CREATION DE VALEUR POUR UNE  
ENTREPRISE COTEE A LA BOURSE D'ALGER :  
CAS DE GROUPE SAIDAL.**

**Réalisé par :**

**KASINA Shelta  
MURIMOGA Moreblessing**

**Dirigé par :**

**M<sup>me</sup> ASSOUS Nassima**

**Membres de jury :**

**Président : M<sup>me</sup> KOUDACHE Lynda, M.A.A, UMMTO ;**

**Rapporteur : M<sup>me</sup> ASSOUS Nassima, M.C.B, UMMTO ;**

**Examineur: M<sup>r</sup> ANICHE Arezki, M.A.A, UMMTO.**

**Année Universitaire : 2020/2021**

# REMERCIEMENTS

*Avant tout, nous tenons à rendre grâce au bon DIEU, le tout puissant de nous avoir donné la volonté et la force d'accomplir ce modeste travail.*

*Nos remerciements et reconnaissances à notre encadrante M<sup>me</sup> ASSOUS Nassima d'avoir accepté d'encadrer notre travail, pour sa disponibilité, pour toutes ses contributions, ses précieux conseils et sa patience sans lesquels ce travail n'aurait pas pu être concrétiser.*

*Nous tenons également à remercier les cadres dirigeants du Groupe SAIDAL et de la Bourse d'Alger pour toutes leur orientations et pour toutes les informations qu'ils ont mis à nos disposition toute au long de nos stages pratiques. Ces remerciements s'adressent particulièrement à M' Sofiane, qui nous a apporté son aide durant la période de notre stage pratique au sein du département finance et comptabilité du Groupe SAIDAL et à M' Batouche qui nous apporté son aide et a accepté de répondre à nos questions durant la période de notre stage pratique au sein de la Bourse d'Alger.*

*Nous sommes très honorées de la présence des membres du jury, que nous remercions d'ailleurs chaleureusement d'avoir bien voulu accepter d'examiner notre travail. Nos remerciements s'étendent également à tous nos enseignants durant notre cursus universitaire, pour leurs savoirs qu'ils n'ont pas hésité à partager avec nous.*

*Nos plus profonds remerciements vont à nos parents, ils nous ont toujours soutenu et encouragé. Ils nous ont donner toutes les chances pour réussir. Qu'ils trouvent, dans la réalisation de ce travail, l'aboutissement de leurs efforts ainsi que l'expression de notre plus affectueuse gratitude.*

*Nous remercions également toutes les autres personnes qui ont contribué de près ou de loin à réaliser ce modeste travail, en particulier nos chères amis(e).*

# DÉDICACES

*Tout d'abord je tiens à remercier Dieu de m'avoir donné du courage et de la volonté, afin de réaliser ce modeste travail que je dédie :*

*A Ma mère Shupi, qui a œuvré pour ma réussite, de par son amour, son soutien, tous les sacrifices consentis et ses précieux conseils, pour toute son assistance et sa présence dans ma vie, reçois à travers ce travail aussi modeste soit-il, l'expression de mes sentiments et de mon éternelle gratitude.*

*A Mon père Robson, qui peut être fier et trouver ici le résultat de longues années de sacrifices et de privations pour m'aider à avancer dans la vie. Puisse Dieu faire en sorte que ce travail porte son fruit ; Merci pour les valeurs nobles, l'éducation et le soutien permanent venu de toi.*

*A tous mes amis pour qui je dois beaucoup de reconnaissances, particulièrement Wellington qui m'a soutenu et dont l'amour infini est mon ancre.*

*A mon adorable sœur Charity qui m'a aidé pendant mon parcours*

*A mes frères Farai, Tonderai et Wilson qui m'ont vraiment soutenu*

*A tous mes oncles et mes tantes, particulièrement Edson, Zvidzai et loen.*

*A toute ma famille*

*A ma chère binôme Moreblessing et sa famille.*

*A toute personne qui m'a aidé de près ou de loin à l'élaboration de ce travail.*

**Kasina Shelta**

# DÉDICACES

*Je dédie cet humble travail :*

*A mon adorable mère Francisca et très cher père Michael, que ce travail soit le témoignage de ma profonde affection et ma reconnaissance pour leur amour, soutien et confiance.*

*A mon cher petit frère : Carlington*

*A mes chères petites sœurs : Colletor et Petronella*

*A tous mes amis en particulier ma binôme Shelta et sa famille et mon ami Tichaona.*

**Murimoga Moreblessing**

## Liste des abréviations

Abréviations	Significations
<b>AEB</b>	Actifs Economiques Bruts
<b>BADR</b>	Banque d'Agriculture et du Développement Rural BDL: Banque De Développement Local
<b>BAII</b>	Bénéfice Avant Intérêts et Impôts
<b>BAIIA</b>	Bénéfice Avant Intérêts, Impôts et Amortissements
<b>BEA</b>	Banque Extérieur D'Algérie
<b>BNA</b>	Banque National d'Algérie
<b>BPA</b>	Bénéfice Par Actions
<b>C</b>	Capitaux propres
<b>CE</b>	Capitaux Engagés
<b>CFE</b>	Cash-Flow d'Exploitation
<b>CFROI</b>	Cash-Flow Return On Investment
<b>CI</b>	Capitaux Investis
<b>CMPC</b>	Coût Moyen Pondéré du Capital
<b>CNEP</b>	Caisse National d'Épargne et de Prévoyance
<b>COSOB</b>	Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse
<b>CPA</b>	Crédit Populaire D'Algérie
<b>CRD</b>	Centre de Développement et de Recherche
<b>D</b>	Dettes
<b>DA</b>	Dinars
<b>DPA</b>	Dividende Par Action
<b>D<sub>v</sub></b>	Dividende moyen
<b>D<sub>n</sub></b>	Dividende versé à la date n
<b>EVA</b>	Valeur Economique Ajoutée
<b>FP</b>	Fonds Propres
<b>G</b>	Taux de croissance des dividendes
<b>IBS</b>	Impôt sur Bénéfice sociétés
<b>K</b>	Taux d'actualisation
<b>K<sub>d</sub></b>	Coût de la dette avant impôt
<b>K<sub>e</sub></b>	Coût des fonds propres
<b>LBO</b>	Leveraged Buyout
<b>MEDAF</b>	Model d'Evaluation Des Actifs Financiers
<b>MTB</b>	Market To Book
<b>MVA</b>	Market Value Added
<b>N</b>	Nombre des années
<b>NA</b>	Nombre d'Actions en circulation
<b>NTIC</b>	Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication
<b>OCF</b>	Operating Cash-Flow
<b>P</b>	Cour de clôture de l'action
<b>PDG</b>	Président de Direction Générale
<b>PCA</b>	Pharmacie Centrale Algérienne

<b>Abréviations</b>	<b>Significations</b>
<b>P<sub>m</sub></b>	Cours moyen de l'action
<b>P<sub>0</sub></b>	Prix d'une action à la date n <sub>0</sub>
<b>R</b>	Coefficient de corrélation
<b>R<sup>2</sup></b>	Coefficient de détermination
<b>R<sub>A</sub></b>	Rendement des actifs économiques
<b>R<sub>C</sub></b>	Rendement des capitaux propres
<b>R<sub>D</sub></b>	Rendement des dettes
<b>RH</b>	Ressources Humaines
<b>ROA</b>	Return On Assets
<b>ROE</b>	Return On Equity
<b>ROCE</b>	Rentabilité des Capitaux Employés
<b>ROIC</b>	Rentabilité des Capitaux Investis
<b>SGBV</b>	Société de Gestion de la Bourse des Valeurs mobilière
<b>SNIC</b>	Société Nationale des Industries Chimiques
<b>T</b>	Taux d'imposition
<b>TSR</b>	Total Shareholder Return
<b>V<sub>a</sub></b>	Valeur de marché des actifs de l'entreprise
<b>VAN</b>	Valeur Actuelle Nette
<b>VC</b>	Valeur Comptable
<b>V<sub>cp</sub></b>	Valeur de marché des capitaux propres
<b>V<sub>d</sub></b>	Valeur de marché de la dette
<b>VE</b>	Valeur de l'entreprise endettée
<b>VM</b>	Valeur de Marché
<b>VN</b>	Valeur de l'entreprise non endettée
<b>WACC</b>	Weigted Avarege Cost of Capital
<b>X<sub>i</sub></b>	Variable à expliquer
<b>Y<sub>i</sub></b>	Variable explicative

## SOMMAIRE

<b>Introduction générale</b> .....	1
<b>Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur</b> .....	6
<b>Introduction</b> .....	7
<b>Section 1 : Théorème de la neutralité (Modigliani et Miller 1958)</b> .....	7
<b>Section 2 : Théorème de la non neutralité</b> .....	13
<b>Section 3 : Les théories modernes</b> .....	20
<b>Conclusion</b> .....	25
<b>Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur</b> .....	27
<b>Introduction</b> .....	28
<b>Section 1 : Gouvernance d'entreprise et la création de valeur</b> .....	28
<b>Section 2 : La décision financière et la création de valeur</b> .....	34
<b>Section 3 : Mesure de la création de valeur</b> .....	43
<b>Conclusion</b> .....	51
<b>Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique</b> .....	53
<b>Introduction</b> .....	54
<b>Section 1 : Présentation générale du Groupe SAIDAL</b> .....	54
<b>Section 2 : Présentation de l'évolution des indicateurs de valeur en sein du Groupe SAIDAL</b> .....	59
<b>Section 3 : Analyse des résultats</b> .....	78
<b>Conclusion</b> .....	96
<b>Conclusion générale</b> .....	98
<b>Bibliographie</b> .....	103
<b>Liste des tableaux et des figures</b> .....	108
<b>Annexes</b> .....	110
<b>Table des matières</b> .....	145

# Introduction générale

# Introduction Générale

---

La connaissance financière s'articule autour de cinq idées fondamentales bien connues des financiers : la valeur actuelle nette, le modèle d'équilibre des actifs financiers, l'efficacité des marchés financiers, le principe d'additivité des valeurs et la théorie des options. On peut noter que ces connaissances ne comprennent que des modèles ou principes théoriques, qui constituent pourtant le noyau dur de la théorie financière et dont les applications actuelles et potentielles, pour la prise de décision financière, sont nombreuses, notamment en termes de choix des investissements, de politique de financement, dividendes et valorisation de l'entreprise.

L'effet de ces décisions financières sur la valeur d'une entreprise est un sujet qui occupe une place primordiale dans le monde de finance d'aujourd'hui. En raison de son importance et de la nécessité d'adapter les stratégies financières à des caractéristiques de l'entreprise, un certain nombre d'études se sont concentrées sur l'analyse des décisions financières et de leurs impacts sur la création de valeur. L'environnement financier d'une entreprise est un facteur essentiel au succès d'une entreprise, en particulier les petites entreprises contraintes par des limitations financières d'être très efficaces allouer leurs ressources rares afin d'assurer leur survie et de générer des profits. L'importance des décisions financières dans les entreprises est évidente, car la plupart des facteurs qui contribuent à l'échec peut être géré correctement avec des stratégies et des décisions financières qui stimulent la croissance et les objectifs de l'entreprise.

Face à un environnement qui ne cesse de se complexifier, l'entreprise, quelle que soit sa taille et son organisation, est tenu de créer de la valeur. La notion de valeur est au centre de la discipline financière. La création de valeur pour la firme est devenue l'enjeu majeur des dirigeants des entreprises cotées en bourse. A noter que la valeur est mesurée en termes de rendements reçu sur les investissements qui peuvent être soit sous la forme de dividendes, appréciation du capital ou les deux. L'appréciation du capital dépend de l'évolution de la valeur boursière des actions. La valeur boursière des actions dépend d'un certain nombre de facteurs allant de l'entreprise à la spécificité du marché. La richesse des actionnaires est principalement déduite des variations des cours boursières des actions, des dividendes payés et des capitaux propres levés au cours de la période. Les cours des actions reflètent les attentes des investisseurs concernant les flux de trésorerie future qui reflètent la valeur intrinsèque de l'entreprise. Créer de la richesse pour les actionnaires exige des entreprises qu'elles prennent des décisions financières qui ont un impact positif sur la valeur intrinsèque et la valeur boursière à la fois.

Étant donné que l'approche traditionnelle considère la décision d'investissement comme un facteur exogène où l'entreprise investit dans les projets, avec la VAN positive, qui sont à sa disposition, nous nous concentrons dans notre travail de recherche sur la décision de financement et la politique de dividende. Ainsi, tout au long de cette étude, par décisions financières, nous entendons ces deux décisions. Dans la mesure où nous nous concentrons sur l'impact de la décision de financement et de la politique de dividende sur la création de valeur, nous ne pouvons exclure l'impact de la gouvernance d'entreprise sur cette dernière. Des problèmes de gouvernance d'entreprise surviennent à la suite de changements dans la structure du capital et l'organisation des entreprises. Il existe une gouvernance d'entreprise qui inspire la confiance des investisseurs de la manière dont les décisions sont prises au sein de l'entreprise.

# Introduction Générale

---

## La problématique

Deux facteurs principaux ont suscité notre intérêt pour l'étude des entreprises cotées à la bourse : premièrement, elles ont des exigences étendues en matière de divulgation d'informations financières. Deuxièmement, le cours de leurs actions est ouvert à l'inspection publique dont elles souhaitent impressionner en créant plus de valeur. Ces deux facteurs, entre autres, rendent leur valeur plus sensible aux décisions financières et les motivent, en quelque sorte, à concentrer plus d'efforts et de rigueur dans la prise de décision financière.

C'est dans cette optique, que se pose notre problématique qui est formulée comme suit : Comment la valeur du Groupe SAIDAL cotée en bourse d'Alger est-elle affectée par les décisions financières ?

Afin de répondre à cette question, nous abordons des sous-questions suivantes :

- Quels sont les fondements théoriques de la création de valeur ?
- Quel est le lien entre la gouvernance d'entreprise, le coût de capital et la création de valeur ?
- Comment déterminer une politique de financement répondant à l'exigence de création de valeur ?
- Est-ce que la politique de dividende contribue à la création de valeur ?

## Les hypothèses de recherche

Nous postulons alors implicitement que la structure financière et la politique de distribution de dividendes pratiquées par l'entreprise algérienne cotée (objet de notre travail de recherche) déterminent sa performance et influencent par la suite la valeur actionnariale. La création de valeur peut également être influencée par le système de gouvernance mis en place où l'on parle de séparation de contrôle entre les actionnaires et les dirigeants qui cherchent à capter l'essentiel de la valeur créée. En somme, nous envisageons de tester empiriquement les hypothèses suivantes :

**H<sub>1</sub>** : la mise en place des pratiques de gouvernance d'entreprise a des effets positifs sur l'évolution de sa valeur ;

**H<sub>2</sub>** : la décision de financement prise par l'entreprise Algérienne cotée, exerce une influence (positive ou négative) sur la création de valeur (valeur intrinsèque et valeur boursière) ;

**H<sub>3</sub>** : la politique de distribution de dividendes pratiquée par l'entreprise algérienne cotée, exerce une influence (positive ou négative) sur la création de valeur (valeur intrinsèque et valeur boursière).

## Objectif de la recherche

Les entreprises en Afrique opèrent dans un environnement différent de celui des entreprises des pays développés principalement en raison des différences d'infrastructure institutionnelle. Le marché des capitaux en Afrique est caractérisé par son inefficacité, il est petit et peu commercialisé. En revanche, les marchés des capitaux dans les économies développées se caractérisent par un bon fonctionnement et des marchés boursiers efficaces et des marchés du crédit bien développés. Il est donc inapproprié d'affirmer que les conclusions des études réalisées sur les économies développées s'appliquent aux économies en développement tels que le marché africain.

# Introduction Générale

---

Ce travail de recherche peut s'avérer utile pour combler le manque de recherche qui existe dans la littérature et enrichir notre compréhension sur l'impact des décisions financières, prises par le Groupe SAIDAL cotée à la bourse d'Alger, sur sa création de valeur interne et externe. Ainsi, entre autres objectifs de notre recherche au sein de ces entreprises, nous cherchons à :

- Comprendre et analyser la relation qui existe entre la création de la valeur et la bonne gouvernance dans une entreprise.
- Fournir des évaluations théoriques et empiriques des déterminants de la structure du capital, de l'effet de la structure du capital sur la création de valeur ;
- Comprendre l'impact de la politique de dividende sur la création de valeur ;
- Comprendre la relation qui existe entre la valeur intrinsèque et la valeur boursière.

## Choix du thème

Notre travail s'inscrit dans le domaine de finance et nous travaillerons sur le thème intitulé les décisions financières et la création de valeur pour une entreprise cotée à la bourse d'Alger cas du Groupe SAIDAL. Le choix de ce thème est justifié par son importance pour l'entreprise, l'impact de la décision de financement et de distribution de dividendes sur la création de valeur (intrinsèque et boursière) ont attiré beaucoup d'attention dans de nombreuses entreprises situées dans le monde entier, en particulier celles qui sont cotées en bourse. Alors, on a choisi d'approfondir notre réflexion à ce sujet.

De plus, étant donné que ce sujet est au cœur de la finance et de la gestion d'entreprise, sa compréhension approfondie nous aidera à apporter une valeur ajoutée aux entreprises pour lesquelles nous travaillerons.

## Intérêts de la recherche

Cette étude apporte une lumière sur les questions relatives aux effets des décisions financières, plus précisément la décision de financement et la politique de dividende, sur la création de valeur pour les actionnaires. Les résultats de cette étude devraient apporter une contribution significative à la pratique managériale. Ils aideront les managers à évaluer l'impact des différentes décisions financières sur la valeur d'une entreprise en général et sur la création de valeur pour les actionnaires en particulier.

Cette étude servira également de guide dans la planification de la combinaison idéale de décisions financières ainsi que dans l'identification et la sélection de stratégies qui créent la valeur la plus élevée pour l'actionnaire et augmentent la performance de l'entreprise sur le marché.

## Méthode et outils de recherche

Etant donné que l'objectif principal de notre recherche est d'étudier et d'analyser l'impact des décisions financières sur la création de la valeur au sein d'une entreprise cotée en bourse, nous avons adopté une méthodologie axée sur une méthode descriptive, analytique et quantitative. La méthode descriptive permet de décrire le cadre théorique des décisions financières majeures des firmes à savoir la décision de financement et celle de dividende ainsi que les fondements de la création de valeur.

# Introduction Générale

---

Quant au volet analytique, il a pour vocation de soutenir le cadre théorique, éclairer les faits observés et apporter des éléments de réponse aux questionnements posés au départ. Enfin, la méthode quantitative permet l'application calculatoire des notions évoquées pour pouvoir mesurer et évaluer financièrement les faits décrits, observés et analysés.

Pour la réalisation de ce présent travail, nous avons privilégié la recherche documentaire dans laquelle nous avons exploité au maximum les documents qui ont été à notre disposition. Nous avons analysé un ensemble d'ouvrages, comme seront prises en considération certaines revues économiques et financières, ainsi que les autres documents relatifs aux concepts de base de notre sujet de recherche. Ensuite, pour le cadre pratique et pour avoir une vision claire du sujet, nous avons eu recours à d'autres sources d'informations fournies par les entreprises en question.

## Structure de mémoire

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

Le premier chapitre est principalement consacré au fondement théorique de la création de valeur. Nous présenterons une revue de la littérature sur les déterminants de la structure financière, les déterminants de la politique de dividende et ses effets sur la valeur de la firme.

Le deuxième chapitre appréhende l'élément clé de notre recherche : il introduit la notion de gouvernance et traite son impact sur la valeur de l'entreprise. Il présente ensuite les notions de valeur et puis analyse la décision de financement et la décision de distribution des dividendes en se référant aux théories présentées au chapitre 1.

Enfin, dans le dernier chapitre, nous allons essayer de mettre en application les enseignements tirés du cadre conceptuel à travers d'étude de cas effectuée au sein d'une entreprise cotée en bourse.

# Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur

## Introduction

De nos jours, la création de valeur est devenue un aspect très important dans les différents domaines des sciences de gestion tels que la comptabilité / control de gestion, la finance d'entreprise, le marketing etc. L'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise est au cœur de la théorie financière des entreprises.

Pour réaliser cet objectif, l'entreprise doit assurer une bonne prise des différentes décisions financières au sein de l'entreprise telles que : la décision d'investissement, la décision de financement et la décision de distribution de dividendes. Dans le cadre de la décision de financement, l'entreprise est amenée généralement à utiliser une combinaison optimale du capital emprunté (dette) et de fonds propres ; en effet, cet équilibre optimal minimise le coût moyen pondéré du capital (CMPC). Alors « *les responsables de l'entreprise notamment ceux de la direction financière doivent assurer une structure financière qui tend vers l'optimum, en tenant compte des intérêts de toutes les parties prenantes. Autrement dit, mettre en place une structure financière qui assure le maximum de richesse sans que les intérêts, à la fois, de l'entreprise, des actionnaires, des salariés et de la banque soient lésés* »<sup>1</sup>.

L'objet de ce chapitre est de développer les différentes théories que président aux choix financiers majeurs et en particulier de comprendre leurs conséquences sur la valeur, toute en gardant à l'esprit que maximiser la valeur, c'est minimiser un coût.

Afin d'aboutir à ces objectifs, ce chapitre sera scindé en trois sections : la première traite le théorème de la neutralité de la structure financière de l'entreprise introduit par Modigliani et Miller en 1958. Ce théorème constitue le point de départ des principales évolutions du raisonnement financier. Dans la deuxième section, on va aborder le théorème de la non neutralité de la structure financière et enfin dans la troisième section on va se focaliser sur les théories modernes.

## Section 1 : Théorème de la neutralité (Modigliani et Miller 1958)

Le théorème de Modigliani et Miller (1958)<sup>2</sup> est un théorème fondamental dans la finance d'entreprise moderne et l'une des théories les plus discutées par les auteurs qui explique le coût de capital, le financement des entreprises et la théorie de l'investissement. Cette théorie est un élément qui influence la théorie économique, il constitue la base de la réflexion moderne sur la structure du capital. Même si ce théorème était avancé en basant sur les hypothèses du marché parfait, or que réellement les marchés des capitaux ne sont pas parfaits, les résultats de ces théorèmes sont importants car Modigliani et Miller fournissent les pistes à suivre pour comprendre en quoi le choix financier d'une entreprise influence la valeur. Le théorème de la neutralité, étant le premier théorème concerne le choix d'une source de financement, était introduit par Modigliani et Miller en 1958. Ces auteurs ont posé une question : **Existe-t-il une structure financière optimale ?** Modigliani et Miller ont répondu à la question, d'abord, dans le cadre d'un marché parfait (théorème de la neutralité).

---

<sup>1</sup> Assous N., « Impact des décisions financière sur la création de valeur au sein des entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger », Thèse de Doctorat, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2015, P 84

<sup>2</sup> Modigliani F. et Miller M.H., «The cost of capital corporation finance and the theory of investment», The American Economic Review, Vol 43, June 1958, P 261-297.

# Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur

---

## 1 Les hypothèses du théorème de la neutralité.

Pour aboutir à la conclusion de la neutralité de la structure financière des firmes, Modigliani et Miller (1958) suppose que :

- Il n'y a pas d'asymétrie d'information entre les agents,
- Les marchés de capitaux sont parfaits : l'information est gratuite, les investisseurs sont rationnels, les transactions s'effectuent sans coût et les entreprises ont un accès illimité aux ressources financières. Cette hypothèse implique que la politique d'investissement dépend uniquement de la disponibilité d'investissements ayant une valeur actuelle nette positive ;
- Les investisseurs peuvent s'endetter au même taux que les firmes ;
- Les entreprises peuvent tomber en faillite mais il n'existe pas de coûts de faillite ;
- Les actifs sont divisibles et les entreprises ont le choix entre deux types d'actifs : les obligations sans risque ou les capitaux propres risqués. Seules les valeurs du marché sont considérées ;
- Toutes les sociétés appartiennent à des classes de risque homogènes et que le taux d'intérêt est constant dans chacune de ces classes ;
- Les entreprises distribuent l'intégralité de leur bénéfice, ce qui implique que le taux de croissance des actifs est nul ;
- On ne paie aucun impôt (l'absence d'impôt).

## 2 Les deux propositions de Modigliani et Miller (1958)

Dans un environnement parfait avec les hypothèses donnés ci-dessus, Modigliani et Miller ont avancé deux propositions. La première proposition affirme la neutralité de la structure de financement et la deuxième proposition stipule que le coût des capitaux propres d'une entreprise endettée augmente avec le levier de l'entreprise exprimé en valeur de marché.

### 2-1 Proposition 1 : La neutralité de la structure de financement

Moyennant des hypothèses que nous avons présentées précédemment, Modigliani et Miller (1958) affirment que la structure financière d'une entreprise n'affecte pas sa valeur. Autrement dit, selon Modigliani et Miller, une structure financière optimale n'existe pas, car il y a la neutralité de la structure financière par rapport à la création de valeur. Ceci implique que dans un environnement parfait, la valeur de l'entreprise est indépendante de sa structure du capital.

Les auteurs ont mis l'accent sur la notion d'arbitrage qui désigne une stratégie sans risque qui ne nécessite aucune mise de fonds initiale et qui permet aux investisseurs de réaliser un gain. L'arbitrage le plus simple consiste à acheter et à vendre simultanément un même bien sur deux marchés, afin de profiter d'une différence de prix. A cause de prix différents entre les marchés, les investisseurs contribuent à rééquilibrer les prix en achetant l'actif sur le marché où le prix est plus faible et le revendre sur le marché où le prix est plus élevé. Alors qu'on parle de la loi de prix unique qui stipule que des actifs échangés simultanément sur différents marchés sont échangés au même prix sur chacun des marchés. Ceci explique la neutralité de la structure financière.

## Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur

Selon Modigliani et Miller, la valeur de l'entreprise dépend de retour de l'investissement. La valeur d'entreprise est égale à l'ensemble des cash-flows actualisés à un taux moins ou égale au cout du capital. Il est important d'apprécier la rentabilité et les flux de liquidités secrètes activité par activité et n'est pas fait une analyse globale car il ne permet cependant pas de faire ressortir la contribution positive ou négative des différentes activités sur la création de valeur<sup>3</sup>. Suivant ce raisonnement, il n'y a pas de différence entre la valeur d'une entreprise financée par une combinaison des fonds propres et dettes, et la valeur d'une entreprise non endettée. Cette proposition peut se réécrire ainsi<sup>4</sup> :

$$V_{cp} + V_d = VN = V_a$$

Avec

$V_{cp}$  : valeur de marché des capitaux propres ;

$V_d$  : valeur de marché de la dette ;

$VN$  : valeur de marché de l'entreprise non endettée ;

$V_a$  : valeur de marché des actifs de l'entreprise.

Pour démontrer le théorème de neutralité de Modigliani et Miller (1958), prenant un exemple de deux entreprises A et B appartenant au même secteur d'activité et générant un flux d'activité d'une valeur égale à 100 DA. Ces deux entreprises présentent un risque d'exploitation similaire, la seule différence entre elles est leur mode de financement. L'entreprise A est entièrement financée par fonds propres pour une valeur de 1000DA (n'est pas endettée). L'entreprise B est endettée pour 300DA sur la base d'un taux d'intérêt de 5 pourcents et compte un capital de 700DA. En référence au principe d'additivité de valeur<sup>5</sup>, les entreprises A et B ont la même valeur de 1000DA. Voir le tableau ci-dessous :

**Tableau N°1: Caractéristiques des entreprises A et B en DA**

Répartition des flux	Entreprise A	Entreprise B
Actionnaires	100	85
Créancières	0	15
Total de flux de trésoreries	100	100
Structure de financement	Entreprise A	Entreprise B
Action	1000	700
Dettes	0	300
La valeur de l'entreprise	1000	1000

Source : nos regroupements

Etant donné que la valeur d'entreprise est égale à l'ensemble des cash-flows actualisés au cout du capital, dans ce cas la valeur de chaque entreprise est 1000 qui est égale à 100DA divisé par 10%, ce qui affirme la neutralité de la structure financière.

<sup>3</sup> Caby J. et Hirigoyen G., « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise », Economica, Paris, 2005, P 9.

<sup>4</sup> Berk J., Demarzo P., « Finance d'entreprise », 3ème édition, Paris, 2008, P 535.

<sup>5</sup> Selon ce principe, la valeur actuelle de deux séries de flux monétaire est égale à la somme des valeurs actuelles de ces flux. Ainsi, la valeur de l'entreprise est égale à la valeur actuelle des actions et de la valeur actuelle des dettes.

## Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur

Dans le cadre de la structure du capital de l'entreprise A, le rendement des capitaux propres est le même que celui des actifs de l'entreprise. Le ROA et le ROE sont tous les deux de 10 %. Mais que se passe-t-il si l'on émet une dette à faible risque et que l'on utilise le produit de cette émission pour racheter la moitié des actions en circulation de l'entreprise ? Le risque spécifique de l'entreprise (la variabilité des flux de trésorerie attendu) est inchangé par cette transaction, et tout ce risque est toujours supporté par les actionnaires. Cependant, le risque pour les actionnaires est maintenant amplifié, car il n'y a que la moitié des capitaux propres en circulation. De combien le risque pour les actionnaires de l'entreprise A sera-t-il amplifié si l'entreprise adopte la structure de capital proposée de 50 % de dettes et 50 % de fonds propres ? Il s'avère que Modigliani et Miller ont également fourni une réponse à cette question, avec leur Proposition 2.

### 2-2 Proposition 2 : Comment l'accroissement de l'effet de levier affecte le coût des fonds propres ?

La proposition 2 de Modigliani et Miller énonce que si on garde le rendement des actifs économiques ( $r_A$ ) et le rendement requis de la dette ( $r_D$ ) constants, le rendement des capitaux propres à effet de levier ( $r_C$ ) s'accroît avec le ratio dette/capitaux propres. Le rendement des capitaux propres comprend une prime de risque  $[(r_A - r_D) D/C]$ , alors le rendement des capitaux propres est donné par la formule suivante<sup>6</sup> :

$$r_C = r_A + (r_A - r_D) D/C$$

Avec ;

$r_C$  : rendement des capitaux propres.

$r_A$  : rendement des actifs économiques.

$r_D$  : rendement des dettes.

D : dette.

C : capitaux propres.

D/C : ratio de dette rapportée aux capitaux propres.

Dans le cadre de l'entreprise A qui se finance par capitaux propres seulement ;

$$r_C = 0,10 + (0,10 - 0,05) * 0/1000 = 10\%$$

Si l'entreprise A choisit une structure de capital composée de 50 % de fonds propres et de 50 % de dettes ;

$$r_C = 0,10 + (0,10 - 0,05) * 500/500 = 0,10 + 0,05 = 0,15 = 15\%$$

En se basant sur la proposition 2, le taux de rendement des actifs économiques, qui est le CMPC, est donné par la formule suivante ;

$$R_A = r_C(C/C + D) + r_D (D/C + D)$$

<sup>6</sup>Berk J., Demarzo P., « Finance d'entreprise », 3ème édition, Paris, 2008, P537.

## Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur

Avec ;

$r_A$  : rendement des actifs économiques.

$r_C$  : rendement des capitaux propres.

$r_D$  : rendement des dettes.

D : dettes.

C : capitaux propres

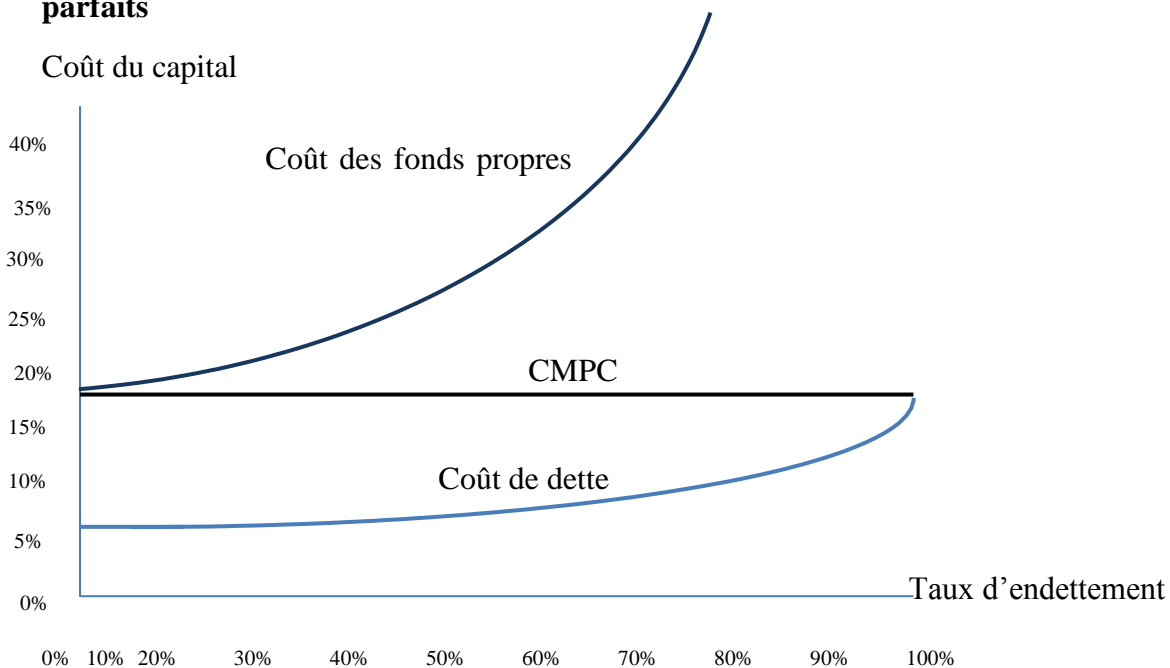
Dans le cas où l'entreprise A se finance entièrement par les capitaux propres ;

$$r_A = 0,10 \left( \frac{1000}{1000 + 0} \right) + 0,05 \left( \frac{0}{1000 + 0} \right) = 0,10 = 10\%$$

Si l'entreprise A se finance par 50% des capitaux propres et 50% des dettes, le rendement des actifs économiques devient ;

$$r_A = 0,15 \left( \frac{500}{500 + 500} \right) + 0,05 \left( \frac{500}{500 + 500} \right) = 0,10 = 10\%$$

**Figure N°1: Démonstration graphique de CMPC et taux d'endettement en marchés parfaits**



**Source : Berk J., Demarzo P., « Finance d'entreprise », 3<sup>ème</sup> édition, Paris, 2008, P 543.**

La figure 1 montre que, même si le coût des fonds et des dettes augmente, le coût moyen pondéré reste toujours stable (le coût moyen pondéré du capital est stable quelle que soit la structure financière).

Si la proposition 1 se vérifie, la proposition 2 nous indique quel doit être le rendement des capitaux propres à effet de levier pour maintenir la même valeur totale de l'entreprise (ou le même CMPC). Comme nous l'avons vu, le coût des capitaux propres augmente à mesure que les entreprises substituent la dette aux capitaux propres, mais le coût moyen pondéré du

## Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur

---

capital reste constant. Rappelons que la valeur d'une entreprise est égale à ses flux de trésorerie actualisés par son coût du capital. Alors si une entreprise pouvait ajuster la structure du capital pour obtenir un CMPC plus faible (tout en gardant les flux de trésorerie inchangés), cela augmenterait également la valeur de l'entreprise. Les propositions 1 et 2 illustrent pourquoi cela ne peut pas se produire sur des marchés parfaits. La proposition 1 stipule qu'il n'existe aucune structure de capital qui maximise la valeur d'une entreprise, tandis que la proposition 2 stipule qu'il n'existe aucune structure de capital qui minimise le WACC.

### 3 La Neutralité de la politique des dividendes : la thèse de Modigliani et Miller

Plusieurs sont les études qui se sont attachées à expliquer le comportement des entreprises en matière de distribution du profit. Cependant, la question qui se pose sur le plan théorique est de savoir si une telle politique possède une certaine influence sur la valeur boursière et sur la valeur intrinsèque de l'entreprise.

La théorie de la neutralité de la politique de dividendes est basée sur les hypothèses suivantes :

- Les marchés des capitaux sont efficients : l'information est disponible et gratuite pour tous les investisseurs ;
- Il n'y a ni imposition, ni coût de transactions, ni frais d'émission ;
- Les investisseurs sont rationnels (donc indifférents entre un gain en capital et un gain en dividendes) ;
- La politique d'investissement de la firme est donnée et invariable ;
- L'environnement est certain, c'est à dire que les programmes d'investissement et les bénéfices futures sont connus d'avance. Il y a donc, l'absence de tout risque économique ou financier.

En se basant sur les hypothèses ci-dessus, Modigliani et Miller<sup>7</sup> répondent à la question en incitant sur la neutralité de la politique des dividendes. Les deux auteurs démontrent que la valeur d'une entreprise n'est déterminée que par la capacité bénéficiaire de ses actifs et sa politique d'investissement et que par conséquent, la façon dont les bénéfices sont répartis entre les dividendes et les réserves, n'a strictement aucune incidence sur la valeur. En effet, si les dividendes ont un certain impact sur la valeur de l'entreprise, il existerait un certain niveau de dividende optimal pour lequel la valeur de l'entreprise serait maximisée. A défaut, la politique de dividende optimale n'existe pas et c'est pour cette simple raison qu'elle n'a aucun impact sur la valeur d'entreprise.

Selon Modigliani et Miller, quand une entreprise prend la décision d'investir, elle doit également décider soit de conserver ses bénéfices, soit de payer ses dividendes, et par conséquent, d'augmenter son capital en émettant des nouvelles actions, d'un montant égal aux dividendes distribués, afin de pouvoir financer ses investissements.

Autrement dit, Modigliani et Miller pensent que la baisse de prix de l'action sur le marché due au recours à des financement extérieurs est entièrement compensée par l'augmentation de la même valeur suivant le paiement du dividende. Par conséquent,

---

<sup>7</sup> Modigliani F. et Miller M.H, « Dividend policy Growth and the evaluation of shares », Journal of Business, October, Vol 34, 1961, P 411-433.

# Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur

---

l'actionnaire serait complètement indifférent entre la distribution de dividendes ou la rétention des bénéfices. D'après Modigliani et Miller, on peut conclure que la valeur de l'entreprise est strictement indépendante de sa décision de distribution de dividendes.

## **4 Les critiques du théorème de neutralité.**

Le théorème de neutralité a été avancé en se basant sur le marché parfait dont les caractéristiques ont peu de lien avec la réalité, alors elle n'est pas exemptée des insuffisances.

### **4-1 Les critiques du théorème de neutralité de la structure financière**

Ce théorème a été fondamentalement critiqué sur les points suivants :

- Tout comme la théorie du bénéfice net, la théorie de Modigliani et Miller en 1958 ignore le fait que le coût de l'endettement augmente à mesure que l'entreprise devient de plus en plus endettée,
- La théorie se base essentiellement sur un raisonnement d'arbitrage qui est difficilement applicable dans la réalité, étant donné l'existence des coûts de transaction sur les marchés financiers.

### **4-2 Les critiques du théorème de neutralité des dividendes**

La thèse de neutralité de la politique des dividendes obtenue par Modigliani et Miller découle directement de leur hypothèse d'environnement certain avec les caractéristiques qui ont peu de lien avec la réalité. C'est seulement dans cet environnement dit parfait que les actionnaires sont indifférents entre des gains en capital et des gains en dividendes. Vu qu'en réalité des marchés financiers sont incertains (l'environnement est imparfait) les actionnaires ne sont pas du tout indifférents entre des gains en capital et des gains en dividendes, étant par nature averses au risque, ils préfèrent obligatoirement les dividendes.

Une autre critique qui a été essentiellement faite à Modigliani et Miller est reliée au problème d'incertitude et à la préférence qu'ont les investisseurs pour les gains en dividendes. En se basant sur la théorie de la signalisation, plusieurs chercheurs affirment que les dividendes représentent un vecteur d'informations. Cet argument suppose que les dividendes ont un effet positif sur le prix de l'action.

Face à ces critiques, Modigliani et Miller ont revu leur théorème. En introduisant l'impôt, ils ont abouti à la théorie de non neutralité de la structure financière à la création de valeur. Cette dernière fera l'objet de la deuxième section.

## **Section 2 : Théorème de la non neutralité**

La décision de la structure du capital reste un problème central de la théorie financière. En effet, la détermination de cette structure reste une des décisions la plus difficile à prendre par les dirigeants. L'objectif de cette section est d'examiner la problématique de la structure du capital et de la distribution de profit sous l'hypothèse de la théorie de non neutralité.

### **1 L'impact de la dette sur la valeur de l'entreprise soumise à l'impôt des sociétés**

Suivant des nombreuses critiques académiques déclenchées par la proposition de Modigliani et Miller (1958) sur la neutralité de l'endettement sur la valeur de la firme dans un

## Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur

---

monde sans impôt, ils ont ensuite formulé un autre argument qui prend en compte l'impact d'impôt sur la structure du capital de l'entreprise.

En effet, l'argument principal de la neutralité de la structure financière sur la valeur de la firme réside dans le fait qu'il n'y a pas d'avantage à ce que l'entreprise recourt à l'emprunt si les investisseurs peuvent s'endetter dans les mêmes conditions que celle-ci. Si les conditions d'emprunt sont plus avantageuses pour la firme que pour les investisseurs, du fait de la déductibilité des charges financières de l'impôt, il est clair que la firme endettée bénéficiera de cet avantage et verra sa valeur augmentée d'autant.

Selon Modigliani et Miller (1963)<sup>8</sup> la déductibilité des charges d'intérêts est la source de gains pour les investisseurs (actionnaires et créanciers), car elle permet à l'entreprise d'avoir une économie d'impôt. Cette dernière est calculée comme suite :

$$\text{Economie d'impôt} = \text{Taux d'imposition} \times \text{Charges d'intérêts}$$

Ainsi les flux de trésorerie versés aux actionnaires et créanciers d'une entreprise endettée sont égaux aux flux de trésorerie versés aux actionnaires d'une entreprise non endettée majorée d'économie d'impôt.

Vue que la valeur de la firme endettée est égale à la somme actualisée des flux allant aux actionnaires et des créanciers, Modigliani et Miller (1963) ont conclu que la valeur d'une entreprise endettée dépasse celle d'une entreprise non endettée du montant de la valeur actuelle des économies d'impôt grâce à la déductibilité fiscale des intérêts.

$$VE = VN + D * t$$

Avec

$V_E$  : Valeur de l'entreprise endettée ;

$V_N$  : Valeur de l'entreprise non endettée ;

$D$  : Dette (valeur du marché) ;

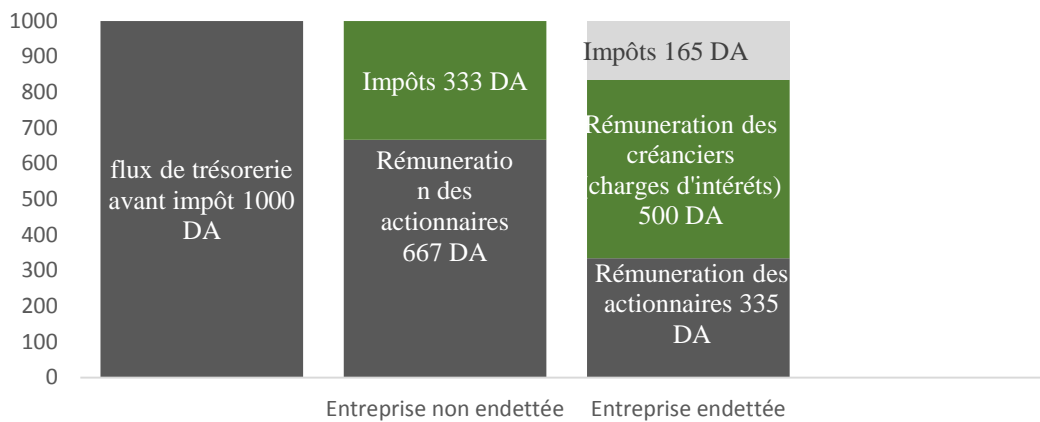
$t$  : taux d'imposition.

La figure 2, ci-après, montre comment les entreprises bénéficient des économies d'impôt.

---

<sup>8</sup> Modigliani F. et Miller M.H., «Corporate income tax and the cost of capital: a correction» American economic review, Vol 53, 1963, P 433-443.

**Figure N°2: Répartition des flux de trésorerie en fonction de la structure financier d'une entreprise**



**Source : J.Berk, P.DeMarzo, « Finance d'entreprise », 3<sup>ème</sup> édition, Paris, 2008, P 567.**

A travers la figure 2, on note qu'en augmentant les charges d'intérêts, et donc les flux de trésorerie versés aux créanciers, l'entreprise réduit ses impôts, on note ainsi l'augmentation des flux de trésorerie totaux versés aux investisseurs (créanciers et actionnaires)<sup>9</sup>. À partir de ce résultat fondamental, Modigliani et Miller (1963) ont permis de dériver un ensemble de relations qui permettent de calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction du levier financier.

## 1-1 Coût des capitaux propres

Avec l'introductions d'impôt, le rendement exigé par les actionnaires était reformulé comme suit ;

$$r_C = r_A + (1 - t) (r_A - r_D) D/C$$

Avec ;

$r_C$  : rendement des capitaux propres ;

$r_A$  : rendement des actifs économiques ;

$r_D$  : rendement des dettes ;

$t$  : impôt ;

$D$  : dette (valeur du marché) ;

$C$  : capitaux propres (valeur du marché)

De cette formule, la formule de CMPC est déduite.

<sup>9</sup> Le graph est construit sur l'hypothèse d'un taux d'imposition de 33% et les charges d'intérêts égales à 500 dinars.

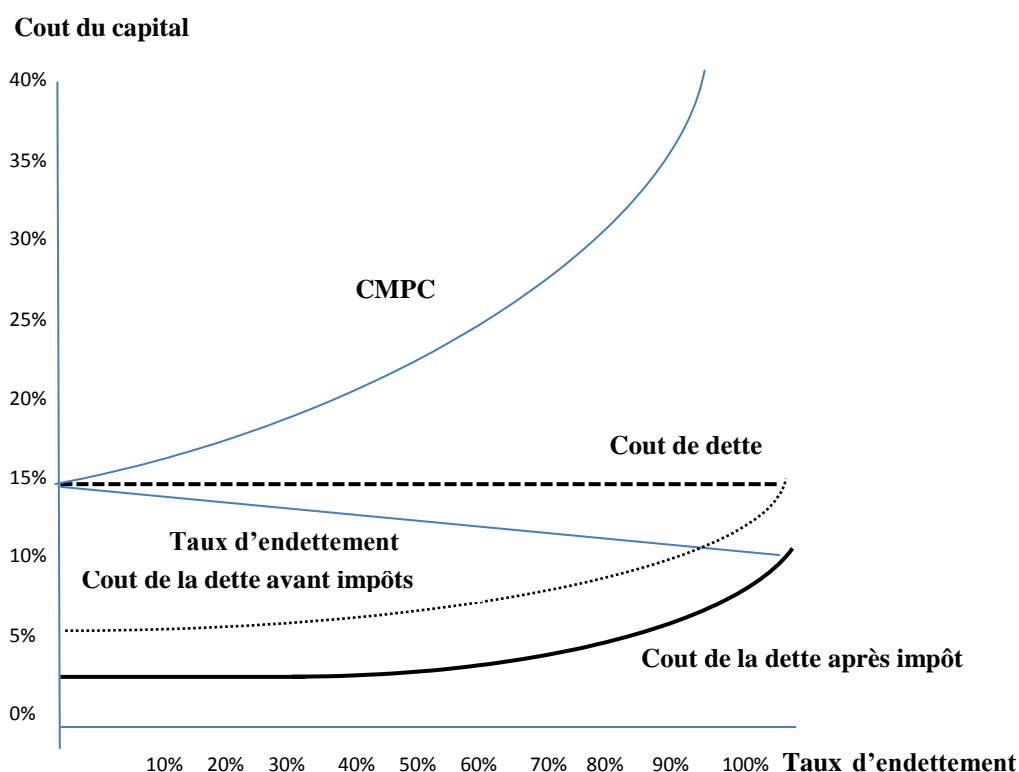
## 1-2 Coût moyen pondéré des capitaux

Modigliani et Miller (1963) ont soutenu que le ratio de l'impôt sur les sociétés est égal à la valeur actuelle des économies d'impôt. Ainsi, l'entreprise peut diminuer le coût moyen pondéré du capital (CMPC) en augmentant le pourcentage d'endettement dans la structure du capital, puisque ces entreprises paient moins d'impôts, en raison d'économies d'impôt. En présence d'un impôt sur les sociétés (IBS), le CMPC ajusté devient<sup>10</sup> :

$$CMPC = rC (C/C + D) + rD(1 - t) D/C + D$$

La figure N°3 illustre la baisse du CMPC après impôt au fur et à mesure que la dette augmente, alors que le CMPC avant impôt est stable.

**Figure N°3: Coût des capitaux propres en présence d'impôts**



**Source : Berk J., DeMarzo P., « Finance d'entreprise », 3<sup>ème</sup> édition, Paris, 2008, P 571.**

Les entreprises doivent donc emprunter le plus possible. La structure de capital optimale est un financement par emprunt à 100 %. Cependant, il y a clairement un problème avec le modèle avec impôt de Modigliani et Miller (1963), car les structures du capital des entreprises ne sont pas presque entièrement constituées de dette en raison de l'existence de facteurs tels que les coûts de faillite, l'épuisement fiscal, et les coûts de transactions.

## 2 Les critiques de la théorie de Modigliani et Miller (1963)

La théorie de Modigliani et Miller (1963) de la structure du capital a été critiquée parce que l'hypothèse qui stipule que les entreprises peuvent se financer à 100% par dette est totalement irréaliste. L'avantage des économies d'impôts, comme preuve de la théorie de

<sup>10</sup> Berk J., Demarzo P., « Finance d'entreprise », 3<sup>ème</sup> édition, Paris, 2008, P 570.

# Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur

---

Modigliani et Miller (1963), a également été fortement critiquée. Les raisons pour lesquelles l'avantage de déductibilité des charges d'intérêts ne permet pas de s'endetter de plus en plus afin de maximiser la valeur d'entreprises dans la vie réelle sont les suivantes.

## 2-1 L'épuisement fiscal

L'avantage fiscal dont bénéficie la dette par rapport aux fonds propres permet à une entreprise de réduire son CMPC et d'augmenter sa valeur en substituant la dette aux fonds propres, à condition que les paiements d'intérêts restent déductibles fiscalement. Cependant, à mesure qu'une entreprise s'endette, les paiements d'intérêts augmentent et atteignent un point où ils sont égaux aux bénéfices dont ils doivent être déduits ; par conséquent, tout paiement d'intérêts supplémentaire au-delà de ce point ne bénéficiera d'aucune économie d'impôt. Une fois ce point atteint, la dette perd son avantage fiscal et une entreprise peut restreindre son niveau d'endettement.

DeAngelo et Masulis (1980)<sup>11</sup> soulignent que les déductions fiscales sont indépendantes du degré d'endettement de l'entreprise comme les amortissements réduisent l'impact positif de la déductibilité fiscale des frais financiers sur la valeur de l'entreprise. De plus, la variabilité supérieure des investissements et le caractère moins prévisible des bénéfices réalisés par d'entreprises sont des facteurs qui influencent négativement la réalisation d'économies d'impôt liées à l'endettement.

Sur la base de l'effet incitatif des déductions fiscales sur le niveau d'endettement de l'entreprise, la théorie financière considère alors la remise en cause de l'hypothèse d'absence de coûts de défaillance.

## 2-2 Les coûts de faillite

Le risque de défaillance, matérialisant la probabilité de défaut de l'entreprise, est formé par l'accumulation de divers coûts largement diffusés au sein de l'environnement de l'entreprise. Plus la dette est élevée, plus la probabilité de faillite est élevée. Par conséquent, les coûts de faillite ont une forte influence sur les entreprises.

L'hypothèse d'absence de coûts de faillite implique que les créanciers de l'entreprise sont rémunérés au taux sans risque. Le niveau du risque de défaillance, augmentant avec le poids de la dette, détermine l'attitude des créanciers vis-à-vis de l'entreprise. S'ils jugent ce risque trop élevé, ils n'accorderont pas de financement à l'entreprise. S'ils décident de le supporter, ils exigeront une rémunération proportionnelle.

L'entreprise n'est donc plus en mesure de s'endetter de façon maximale pour bénéficier d'économies d'impôt. Dans ce contexte, la valeur de l'entreprise endettée est égale à celle de l'entreprise sans dettes, augmentée de la valeur actuelle de l'économie d'impôt sur les frais financiers mais diminuée de la valeur actuelle des coûts de défaillance.

## 3 Politique de dividende

Pendant longtemps, la politique de dividende reste une des décisions controversées analysées par différentes théories. La problématique de distribution de profit a suscité de

---

<sup>11</sup> DeAngelo H et Masulis R.W., « Optimal capital structure under corporate and personal taxation », Journal of financial economics, Vol 8, 1980, P 3-29.

## Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur

---

nombreuses interrogations et demeure jusqu'à l'heure très controversée sur le plan académique. La théorie de non neutralité de la politique de dividende, soutenue sur le plan théorique principalement par Walter (1956) et Gordon (1959) et vérifiée empiriquement par Lintner (1956), repose sur l'hypothèse que l'incertitude et l'aversion de l'investisseur à l'égard de celui-ci sont les déterminants essentiels de la valeur de sorte qu'ils déterminent le prix d'actions.

### 3-1 La théorie de Gordon (1959-1962)

L'argument principale de Gordon<sup>12</sup> repose sur l'hypothèse que l'incertitude et l'aversion au risque des investisseurs sont les principaux déterminants de la fixation des prix sur les marchés financiers. Pour lui, lorsque le taux d'actualisation s'accroît avec le risque du flux financier et que l'incertitude du flux financier s'accroît avec son éloignement temporel, alors, toutes choses restant constantes, le taux de rendement requis pour le flux financier d'une action devient une fonction inverse du dividende versé, et donc la politique de dividende influencerait le cours de l'action, qui serait d'autant plus élevé que l'entreprise verserait des dividendes généraux dans un avenir immédiat.

Pour Gordon, la valeur d'un actif financier est égale à la valeur des flux futurs auxquels il donne droit. Ainsi la valeur d'une action s'apprécie en fonction des dividendes futurs qui seront versés par l'entreprise.

En effet, Gordon a stipulé que l'incertitude augmente en fonction de l'éloignement dans le temps. Par conséquent, lorsque les investisseurs ont une aversion à l'égard du risque, les dividendes futurs sont plus risqués que les dividendes actuels et donc devraient être actualisés à un taux plus important. Cet argument repose sur l'idée qu'un tien vaut mieux que deux que tu auras.

Ces considérations supposent implicitement que les actions qui offrent un dividende plus important seront vendues sur le marché à un prix plus élevé. Gordon et Shapiro (1956)<sup>13</sup> ont pu exprimer, par une formule très simple, le rendement attendu d'un investissement en action. Ils ont établi que les dividendes augmentent à un taux de croissance (g) qui doit être inférieur au taux d'actualisation exigé de la part de l'actionnaire (k) comme le montre la formule suivante.

$$P_0 = \frac{D_n}{k - g}$$

Avec :

$P_0$  : le prix d'une action à la date  $n_0$

$D_n$  : Dividende versé à la date n

k : Le taux d'actualisation qui correspond au taux de rendement exigé

---

<sup>12</sup> Gordon M., « Dividend earning and stock prices », The review of economics and statistics, Vol 41, 1959, P 99-105

<sup>13</sup> Gordon B. et Shapiro E., « Capital equipment analysis: the required rate of profit », Management science, Vol 3, 1956, P 102-110

## Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur

---

Le prix de l'action augmente avec le montant du prochain dividende et le taux de croissance espéré. Une entreprise souhaitant maximiser la valeur de ses actions doit donc faire en sorte de maximiser ces deux variables. Augmenter le taux de croissance des dividendes impose à l'entreprise d'investir, les capitaux ainsi employés ne peuvent pas être utilisés pour verser aujourd'hui des dividendes, en d'autres termes, pour être capable de verser des dividendes futurs très élevés, une entreprise doit accepter de verser aujourd'hui des dividendes plus faibles.

### 3-2 La théorie résiduelle des dividendes : le modèle de Walter (1956)

Walter en 1956<sup>14</sup> démontre que la politique de dividendes n'est pas neutre et peut influencer directement la valeur de l'entreprise. Pour lui, les résultats non distribués déterminent essentiellement le montant du financement interne de l'entreprise. Dans ce cas, la politique de dividende est donc une décision strictement financière dans la mesure où elle affecte le financement global de l'entreprise.

Du point de vue de Walter, le dividende peut être considéré comme un paiement résiduel et donc la politique de dividende est une décision résiduelle qui dépend des opportunités d'investissement dont dispose l'entreprise. Pour une entreprise qui dispose de plusieurs projets d'investissement rentables, elle choisira donc de réinvestir la totalité de ses bénéfices. Par contre, l'absence d'opportunités d'investissement conduira l'entreprise à reverser l'intégralité de ses bénéfices aux actionnaires sous forme de dividendes. Entre ces deux positions extrêmes, le taux de distribution varie entre 0 et 100%.

Dans un tel cas, il est possible de proposer une politique de dividende optimale qui maximise la richesse des actionnaires. De plus, le fait de considérer la politique de dividende comme une décision résiduelle déterminée par les opportunités d'investissement revient en fait à nier l'existence de toute politique de distribution des bénéfices. Ceci est tout à fait contraire à la réalité des entreprises dont Lintner (1956) a démontré que les entreprises essaient la plupart du temps de maintenir une certaine stabilité dans leurs taux de distribution de dividendes

### 3-3 Le modèle d'ajustement partiel : Lintner (1956)

Avant de formuler son modèle, Lintner<sup>15</sup> a constaté qu'il existe un lien étroit entre le bénéfice et le dividende. Les autres conclusions de Lintner sont les suivantes :

- Les entreprises s'efforcent généralement d'adopter une politique de dividendes stable et d'éviter de grandes variations dans leur taux de distribution des bénéfices, de sorte qu'il existe un certain degré de précaution dans la politique de dividendes de l'entreprise ;
- Lors de la fixation du taux de distribution, le bénéfice actuel est considéré comme la variable la plus importante ;
- La plupart des entreprises ont un certain taux de distribution cible qu'elles essaient d'atteindre ;

---

<sup>14</sup> Walter J., «Dividend policy and common stock prices», The journal finance, Vol 11, 1956, P 29-41.

<sup>15</sup> Lintner J., « Distribution of incomes of corporations among dividend, retained earnings and taxes », The American economic review, Vol 46, 1956, P 429-443.

- La politique de distribution de dividende n'est pas une politique résiduelle.

À cet égard, le modèle de Lintner vise à démontrer que les politiques de dividendes suivies par les entreprises sont déterminées par le fait que les actionnaires préfèrent un dividende relativement stable.

En tenant compte de l'imperfection du marché, dans la section qui suit on va voir les apports de théories modernes sur le lien entre les décisions financières et la valeur de l'entreprise.

## **Section 3 : Les théories modernes**

La remise en cause des hypothèses de la théorie néoclassique de la firme est la base de recherches théoriques ayant contribué au débat sur la structure financière des entreprises. Ces travaux de recherche, connus sous l'appellation de théories modernes de la firme, sont nés du rejet du postulat néoclassique de gratuité et symétrie d'information entre les acteurs économiques. Dès lors, la problématique de la structure de financement est efficace en tenant compte des mesures informationnelles entre les différents agents

### **1 La théorie du compromis**

Comme le reconnaissent Modigliani et Miller (1963)<sup>16</sup>, les entreprises peuvent bénéficier de l'effet de levier en raison de la déductibilité des intérêts du revenu avant impôt, ce qui signifie que les dépenses d'intérêts réduisent le revenu imposable, ce qui a un impact positif sur la valeur de l'entreprise. Selon la théorie du compromis de la structure du capital, le financement par la dette présente un avantage, à savoir un avantage fiscal. D'autre part, il y a un engagement de sortie de trésorerie à venir en raison des paiements d'intérêts futurs requis sur la dette. En outre, le financement par l'emprunt comporte certains coûts, à savoir les coûts de faillite ou les coûts de détresse financière.

La théorie du compromis suggère que les entreprises ont une structure de capital optimale unique qui établit un équilibre entre l'avantage fiscal du financement par la dette (c'est-à-dire les boucliers fiscaux de la dette), les coûts de la difficulté financière, les avantages de l'agence et les coûts de la dette. Cela dit, le dilemme de la théorie de la structure du capital est de déterminer dans quelle mesure l'endettement peut être utilisé pour compenser les implications fiscales dans la mesure où le risque d'endettement excessif est évité. En conclusion, la théorie du compromis montre qu'il est avantageux d'emprunter jusqu'au moment où les coûts de la faillite compensent les avantages de la dette.

### **2 La théorie d'agence et appréciation de la création de valeur**

La levée d'une autre hypothèse de la théorie néoclassique de la firme, à savoir l'absence de coûts d'agence, a donné naissance à la théorie des mandats selon laquelle une structure financière optimale résulte d'un arbitrage entre les coûts d'agence des fonds propres et les coûts d'agence des dettes. La théorie de l'agence ou mandants est une théorie développée par Jensen et Meckling en 1976<sup>17</sup>. C'est une théorie qui remet en cause la

---

<sup>16</sup> Modigliani F. et Miller M.H., «Corporate income tax and the cost of capital: a correction» American economic review, Vol 53, 1963, P 433-443.

<sup>17</sup> Jensen M. et Meckling W, «Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure », Journal of Financial Economics, Vol 3, October 1976, P 305-360.

# Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur

---

représentation de la firme comme un acteur unique. L'entreprise est considérée comme une fiction légale qui sert de point focal à un processus complexe dans lequel les conflits entre les objectifs des individus sont résolus par la mise en place d'un réseau de relations contractuelles.

La notion d'agence peut être élargie à l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise, dans ce cas les dirigeants sont des agents qui sont les seuls à être en relation avec les parties prenantes (Hill et Jones, 1992)<sup>18</sup>. Ainsi, pour assurer la pérennité de l'entreprise, les dirigeants doivent non seulement créer de la valeur pour les actionnaires, mais aussi pour toutes les parties prenantes afin qu'aucune d'entre elles ne se sente défavorisée.

Les différents partenaires de l'entreprise, pris séparément ont des objectifs et des intérêts spécifiques qui ne sont pas nécessairement conciliables d'une manière spontanée. A cause de la rationalité des agents, les dirigeants tendent à se focaliser sur leurs propres objectifs au lieu de se concentrer sur la maximisation de valeur pour les actionnaires. Ce dernier crée en conséquence des conflits entre les partenaires. Alors, la théorie d'agence s'intéresse à la mise en place de contrats bilatéraux destinés à résoudre de nombreux problèmes de coordination entre un individu (principal ou mandant) et un autre (agent ou mandataire) lorsque :

- L'agent a la possibilité de choisir un comportement parmi plusieurs possibilités
- L'action de l'agent affecte le bien-être des deux parties
- Les actions prises par l'agent sont difficilement observables par le principal.

Il existe de multiples problèmes d'agence à l'intérieur de l'entreprise entre les dirigeants et les employés, les dirigeants et les fournisseurs etc. Ces problèmes peuvent être résolus à des coûts d'agence. La théorie d'agence établit le lien entre, l'endettement et la valeur d'entreprise, et, la distribution de dividendes et la valeur de l'entreprise.

## 2-1 Théorie d'agence et endettement

Dans le cadre de la théorie de l'agence, l'endettement est analysé comme un moyen de contrôle interne des dirigeants qui, ainsi, ne devront pas relâcher leurs efforts pour faire face aux échéances de la dette. Endetter une société, à maturité sans forte perspective de croissance et à forte rentabilité, évite à ses dirigeants de consacrer des fonds à des diversifications hasardeuses ou à des expansions inconsidérées, toutes deux destructrices de valeur. On retrouve là le LBO qui crée de la valeur, non grâce à l'illusion comptable de l'effet de levier, mais grâce à une meilleure motivation des dirigeants mis sous pression par le poids de l'endettement et financièrement incités par la mise en place de systèmes d'intéressement potentiellement très rémunérateurs.

## 2-2 Théorie d'agence et distribution des dividendes

La distribution de dividendes peut être considérée comme un moyen de discipline et de contrôle du dirigeant et pourrait même servir à aligner les intérêts et à atténuer les problèmes d'agence entre les dirigeants et les actionnaires. Pour Jensen (1986), la séparation des fonctions de direction et de possession entraîne des coûts d'agence, les dirigeants peuvent agir dans leur intérêt personnel et non dans celui des actionnaires. Afin de limiter ce type de

---

<sup>18</sup> Hill C.W.L. et Jones T.M., « Stakeholder-agency theory », Journal of Management Studies, Vol 29, 1992, P 131-154.

## Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur

---

comportement, les sociétés qui dégagent des flux de trésorerie disponibles ont intérêt à verser des dividendes pour réduire les risques d'utilisation inefficace des fonds par les dirigeants.

Lorsque l'entreprise paie des dividendes, elle amène les dirigeants à se présenter devant le marché financier et les incite à plus de rigueur. Donc, la distribution de dividendes diminue les coûts d'agence. Comme soutenu par Easterbrook (1984)<sup>19</sup>, le versement de dividendes amène l'entreprise à subir une vérification par un tiers, ce qui permet de motiver les managers à révéler de nouvelles informations et à réduire les coûts d'agence afin d'obtenir les fonds nécessaires. Les actionnaires sont prêts à supporter le coût du nouveau financement pour réaliser les avantages plus importants associés à la réduction des coûts d'agence et d'asymétrie d'information.

La théorie d'agence permet d'examiner sous un angle nouveau la politique de dividendes en mettant notamment l'accent sur l'aspect conflictuel qui peut exister entre les actionnaires et les obligataires. Comme l'ont suggéré Jensen et Meckling (1976)<sup>20</sup>, les actionnaires et les obligataires peuvent à priori s'entendre sur la restriction des dividendes.

### 3 La théorie de signale

Nous avons vu précédemment que les conflits d'intérêt affectent la maximisation de valeur de l'entreprise. Cette divergence d'intérêts ne peut se produire que lorsque l'information n'est pas équitablement répartie entre les différents partenaires de l'entreprise. A ce niveau, il importe de souligner qu'un postulat de base de la théorie d'agence est que l'information est asymétrique entre les dirigeants et les partenaires de la firme. Cette asymétrie d'information est une donnée exogène sur laquelle l'entreprise ne peut pas agir. La théorie du signal<sup>21</sup> affirme qu'il est possible de limiter ces asymétries informationnelles à travers des décisions financières qui ont pour objectif de transmettre de l'information permettant de distinguer les entreprises performantes de celles qui ne le sont pas. Ces décisions sont assimilées à des signaux qui traduisent la volonté des dirigeants, mieux informés sur les bénéfices futurs et les opportunités d'investissement, à faire connaître aux partenaires extérieurs les caractéristiques réelles des firmes qu'ils dirigent.

En effet, les investisseurs extérieurs ne peuvent pas se contenter des informations dont ils disposent pour distinguer les bonnes entreprises des mauvaises. Afin de combler ce déséquilibre informationnel entre les différents participants du marché financier, les dirigeants doivent émettre des signaux pour rassurer ces différentes parties quant à la bonne santé de l'entreprise. Ainsi, le versement des dividendes relativement élevés et régulier renseigne sur la capacité de la firme à générer des cash-flows importants et contribue à l'appréciation du cours des actions. De même, l'émission de dette signale au marché une amélioration des cash-flow nécessaires à la couverture des charges d'intérêt. Seules les firmes efficaces peuvent supporter un endettement relativement important. Ross, (1977) a établi qu'il existe alors, une relation positive entre la valeur de la firme et son niveau d'endettement.

---

<sup>19</sup>Easterbrook F.H., « Two agency-cost explanations of dividends », *The American Economic Review*, Vol 74, 1984, P 650-659.

<sup>20</sup>Jensen M. et Meckling W., « Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, Vol 3, October 1976, P 305-360.

<sup>21</sup> Ross S., « The determination of capital structure: the incentive signalling approach », *The Bell Journal of Economics*, Vol.40, 1977.

# Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur

---

Vu l'abondance des approches, nous nous limiterons uniquement aux signaux les plus évoqués dans la littérature théorique pour expliquer la maximisation de valeur. Il s'agit du niveau d'endettement introduit par Ross (1977) et la politique de dividende.

## **3-1 Le signal par l'endettement**

La théorie de la signalisation a d'abord été inventée par de Ross (1977) qui postule que si les managers disposent d'informations privilégiées, leur choix de la structure du capital signalera l'information au marché. Si les dirigeants estiment que leurs entreprises sont sous-évaluées, ils émettront d'abord des titres de créance, puis des actions en dernier recours. Inversement, si la direction estime que leur entreprise est surévaluée, ils émettront d'abord des actions.

Par conséquent, l'augmentation de la dette est un signe positif que les gestionnaires sont confiants quant aux gains futurs. Les contrats d'emprunt sont un engagement des dirigeants à paiements d'intérêts futurs. Le non-remboursement de la dette pourrait conduire à la faillite. Cela signale la confiance au marché que l'entreprise disposera de flux de trésorerie suffisants pour assurer le service de la dette.

Smith (1986) teste empiriquement la théorie de la signalisation et trouve une réduction moyenne de 3% du cours des actions des entreprises qui ont annoncé de nouvelles offres d'actions. Par contre, il y a eu une baisse négligeable du cours des actions suite aux annonces d'émission de dette. De plus, l'augmentation de la dette était associée à une augmentation des rendements du cours des actions d'environ 14%.

A la différence de la théorie du compromis qui affirme qu'un endettement élevé peut amener à la faillite, Ross (1977) conclut que le volume de dette est négativement corrélé avec la probabilité de faillite de la firme. Seules les entreprises les plus performantes, présentant un risque de faillite faible, peuvent supporter un niveau d'endettement élevé.

## **3-2 Le signal par distribution de dividende**

Les paiements de dividendes tirent leur importance du fait que beaucoup de gens les considèrent comme des revenus d'actionnaires et le lien visible entre une entreprise et son propriétaire. D'après la théorie du signal, le dividende est l'un des moyens de la communication les plus importants entre l'entreprise et le marché. La théorie de la signalisation des dividendes stipule que lorsqu'une entreprise annonce une augmentation de son versement de dividendes, les analystes financiers et les investisseurs lisent cela comme des perspectives financières futures positives pour l'entreprise. Cette théorie a été avancée par Ross S en 1977.

Il s'agit d'une théorie qui affirme que l'annonce d'une augmentation des paiements de dividendes par une entreprise donne des signaux forts sur les perspectives d'avenir brillantes de l'entreprise. L'annonce d'une augmentation du versement des dividendes est accueillie très positivement par le marché et contribue à construire une image très positive de l'entreprise concernant les perspectives de croissance et la stabilité à l'avenir.

## **4 La théorie de l'ordre hiérarchique**

La théorie de l'ordre hiérarchique « Pecking order theory » pousse la théorie de la signalisation un peu plus loin en suggérant que les coûts d'information sont suffisamment

## Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur

---

importants pour justifier que les gestionnaires délivrent la sécurité avec le moindre coût d'information. Cette théorie a été créée par Myers et Majluf (1984)<sup>22</sup> qui démontrent qu'une émission d'actions est généralement perçue négativement par les investisseurs. En effet, les dirigeants ont tendance à émettre des actions lorsqu'ils sont trop chers. En termes simples, la théorie de l'ordre hiérarchique suggère que pour éviter les effets d'information des nouvelles émissions d'actions, une entreprise est plus susceptible d'émettre de la dette que des actions. Cette prédiction est conditionnée à la conviction des dirigeants que les titres de leur entreprise sont sous-évalués.

La théorie de l'ordre hiérarchique implique que les dirigeants devraient suivre le chemin de la moindre résistance, et qu'ils devraient travailler selon un ordre hiérarchique en choisissant d'émettre la forme la moins chère de financement. Dans ce cas, les entreprises opteront pour les bénéfices non répartis car il n'y a pas de problèmes de sélection adverse. Lorsque les bénéfices non répartis sont épuisés, l'entreprise peut alors émettre de la dette. Quand cela n'a plus de sens d'émettre plus de dette, des actions peuvent être émises en tant que source de financement de dernier recours.

Cet ordre de préférences s'explique par le fait que l'autofinancement ne pose pas de problèmes d'asymétries informationnelles qui peuvent coûter cher à l'entreprise. Le financement par émission de nouvelles actions apparaît plus coûteux pour l'entreprise que le financement par endettement. Ceci s'explique par le fait que les actionnaires exigent un plan détaillé des projets et des perspectives d'avenir de l'entreprise. La communication de ce plan revient chère à l'entreprise et donne une information précieuse à ses concurrents. De plus, l'augmentation du capital pose des difficultés techniques qui engendrent des coûts supplémentaires et réduisent la valeur de la firme.

Dans ce sens, Myers et Majluf (1984) montrent que l'émission d'actions nouvelles pose deux problèmes. D'une part, il est difficile de fixer le prix d'émission convenable et d'autre part, l'émission d'actions véhicule une information défavorable. Ainsi, Myers (1984) avance que l'émission d'actions signale au marché que la firme est surévaluée et implique la baisse du cours de ses actions. On comprend alors pourquoi l'entreprise opte d'abord pour l'endettement en cas de déficit interne de financement. En effet, l'émission des titres d'emprunt est une opération moins coûteuse que l'augmentation du capital dans le sens où les créanciers exigent moins d'information que les actionnaires sur les investissements projetés du fait qu'ils ont droit à une rémunération fixe.

La théorie de l'ordre hiérarchique suggère que les entreprises ayant peu d'opportunités d'investissement et les flux de trésorerie disponibles auront des ratios d'endettement faibles. A l'inverse, les entreprises à forte croissance, avec peu de cash disponible les flux, auront des taux d'endettement élevés.

### **5 Les modèles de « market timing theory of capital structure »**

La théorie du market timing initié par les travaux de Baker et Wurgler (2002)<sup>23</sup> a de plus en plus remis en question la théorie de l'ordre hiérarchique. La principale différence entre

---

<sup>22</sup> Myers et Majluf., « Corporate financing and investment decisions when firms have informations that investors do not have », Journal of Financial Economics, Vol.13, 1984.

<sup>23</sup> Baker M. et Wurgler J., « Market Timing and Capital Structure », The Journal of Finance, Vol 57, 2002, P 1-32.

## Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur

---

la théorie de la hiérarchie et la théorie du market timing réside dans le fait de savoir si l'hypothèse d'une semi-forte efficacité des marchés est maintenue. La théorie de la hiérarchie des marchés suppose que les marchés sont semi-éfficients et que l'effet d'annonce des émissions d'actions est le principal indicateur du degré d'asymétrie de l'information. La théorie du market timing ne repose pas sur l'hypothèse d'un semi-éfficient du marché. Des fenêtres d'opportunité existent tant que le coût relatif des capitaux propres varie dans le temps pour des raisons rationnelles ou irrationnelles.

En effet, cette théorie se réfère au climat du marché financier pour expliquer la structure financière des firmes. Les modalités à choisir pour se financer dépendent des conditions du marché. Ainsi selon le modèle de market timing theory of capital structure, il serait opportun pour une entreprise de procéder à des augmentations de capital si le climat boursier est favorable à ces opérations, c'est-à-dire lorsque les cours des titres évoluent à la hausse reflétant ainsi l'optimisme des investisseurs et rachète les actions lorsque les cours sont en baisse.

Baker et Wurgler (2002) montrent que la structure financière d'une entreprise résulte, non d'un choix conscient d'un ratio cible, mais de l'accumulation des décisions prises dans le passé en fonction du contexte boursier :

- Emission d'actions quand les valorisations sont élevées et /ou le contexte boursier est favorable ;
- Emission de dettes et rachat d'actions quand les cours sont faibles et/ou la bourse est déprimée.

Les résultats trouvés montrent que 70% de la structure financière actuelle est expliquée par l'historique des ratios Market To Book (désormais MTB). Becker et Wurgler (2002) concluent, alors, que la structure du capital est la résultante mécanique de la volonté successive de « timer » le marché.

En somme, dans cette section nous venons de présenter une synthèse des contributions au débat sur la valeur de l'entreprise et montrer que le choix d'une structure financière et de politique de dividende dépend de plusieurs variables. En effet, la théorie de signal met l'accent sur les messages qui peuvent être envoyés par l'entreprise pour chaque structure financière ainsi que la politique de dividende choisie qui par la suite affecte la valeur. Dans son modèle, Jensen avance l'idée selon laquelle en se liant les mains par un niveau d'endettement élevé, les dirigeants s'obligent à maximiser la valeur de l'entreprise car leur performance managériale en dépend.

Le débat sur la structure financière est loin d'être clos, puisque des nouvelles théories ont récemment fait leur apparition pour appréhender les déterminants de la structure financière des firmes. La théorie de compromis met en œuvre une structure financière qui résulte d'un arbitrage entre les économies d'impôts liés à l'endettement et aux coûts d'une éventuelle faillite. La théorie des préférences hiérarchisées de financement montre que la structure financière est influencée par les asymétries d'information. La théorie de « Market Timing » affirme que celle-ci dépend des conditions du marché.

## Conclusion

L'analyse des fondements théorique de la création de valeur, nous a permis de mettre en évidence les problèmes de la décision financière qui n'a pas cessé de susciter l'intérêt des chercheurs en finance. En effet de nombreuses recherches ont essayé d'expliquer le comportement des entreprises en créant de la valeur.

D'après la théorie de neutralité de Modigliani-Miller, à cause de la perfection de marché et l'existence d'arbitrage, il n'existe pas de structure financière optimale. Ensuite, ils sont arrivés à la conclusion que le coût moyen pondéré du capital d'une entreprise endettée est égal au coût moyen pondéré du capital d'une entreprise non endettée c'est-à-dire soit une entreprise est endettée ou non sa valeur ne change pas. Et en plus, les auteurs ont mis l'accent sur la neutralité de la politique de dividende.

La remise en cause des hypothèses de la théorie néoclassique de la firme est à la base des travaux théoriques ayant contribué au débat sur la création de valeur. Ces travaux de recherche, connus sous l'appellation de théories modernes de la firme, sont nés du rejet du postulat néoclassique de gratuité et symétrie d'information entre les acteurs économiques. Selon la théorie de l'agence on a vu que les agents sont par définition opportunistes et cherchent à maximiser leur propre fonction d'utilité sans se soucier d'honorer leurs engagements vis-à-vis des tiers. Les dirigeants des firmes managériales, caractérisées par une séparation entre la propriété et le contrôle, ont pour objectif de maximiser leur richesse personnelle même si cela se fait au détriment de la maximisation de la valeur de la firme et de la richesse de ses propriétaires.

Après avoir analysé la théorie de Modigliani-Miller (1963) et celle de Ross (1977), nous avons constaté que le modèle de Ross (1977) converge vers la thèse de Modigliani et Miller (1963) (un endettement maximum signifie une valeur maximale de la firme). Néanmoins ces deux apports divergents en termes de démarche ayant permis l'aboutissement à ce résultat. Alors que Modigliani et Miller (1963) justifient la corrélation positive entre la valeur de la firme et son niveau d'endettement par l'existence d'économies d'impôt liées à la déductibilité des charges financières, Ross (1977) aboutit à cette corrélation en fondant son modèle sur l'hypothèse d'asymétrie d'information entre dirigeants et investisseurs externes. Ainsi il a conclu que si les managers sont mieux informés sur les projets et l'avenir de l'entreprise que les investisseurs, les signaux peuvent être utilisés pour transmettre ces informations sur le marché.

On a remarqué que les modèles développés par Modigliani et Miller dans le cadre de marchés parfaits sont devenus les référentiels en tentant d'analyser l'incidence des imperfections, notamment de la fiscalité ou des asymétries d'information. Alors que même si la théorie traditionnelle est loin de la réalité, le processus d'arbitrage mis en œuvre par les investisseurs et qui repose sur la loi du prix unique constitue la base des raisonnements économique et financier.

Enfin, la vaste littérature sur les décisions financières au cours des dernières années n'a pas été en mesure de parvenir à un consensus sur une théorie financière qui peut soit expliquer le processus décisionnel ou de prédire une structure de capital et une politique de dividende optimal.

## Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.

### Introduction

La création de valeur constitue la principale exigence pour les entreprises et le principal objectif pour les investisseurs (Shareholders), mais également pour l'ensemble des partenaires de l'entreprise (Stakeholders). C'est ainsi que ce sujet est actuellement au centre des débats et les enjeux sont importants, puisqu'il s'agit d'une part, de gagner et maintenir la confiance des investisseurs et de leur offrir des perspectives claires et ambitieuses en matière de création de valeur, et d'autre part d'assurer une distribution équitable de cette valeur créée entre l'ensemble des partenaires de l'entreprise (actionnaires, dirigeants et salariés, ...).

Le débat autour de cette question de création de valeur actionnariale a fait couler l'ancre de beaucoup de théoriciens et praticiens économistes et financiers surtout dans les pays développés (Les Etats Unis, la Grande Bretagne, l'Europe...) grâce notamment aux avancés de leurs économies et de leurs marchés financiers.

De toutes façons, l'entreprise doit s'assurer qu'elle dispose d'une structure financière optimale et une politique de dividende optimale qui aboutissent à la maximisation de valeur soit intrinsèque ou boursière accompagnée d'une bonne gouvernance.

Ce chapitre a pour but de présenter le lien entre la gouvernance, la décision financière, la décision de distribution des dividendes et la création de valeur. Pour atteindre à cet objectif, le chapitre est divisé en trois sections.

La première section parle sur la gouvernance et la création de valeur (cette section est indispensable vue que la gouvernance joue un rôle crucial dans la création de valeur). Nous cherchons à savoir le lien entre la gouvernance et la création de valeur.

La deuxième section intitulée, les décisions financières et la création de valeur a pour objet de présenter la décision financière, la décision de distribution des dividendes et leur lien avec la création de valeur. Avant d'aborder ça, la section présentera tout d'abord les notions de la création de valeur.

Vu qu'on ne peut pas créer de la valeur si on ne dispose pas un modèle pour la mesure, la troisième section sert à présenter les différents modèles utilisés pour mesurer la création de valeur.

### Section 1 : Gouvernance d'entreprise et la création de valeur

La notion de gouvernance trouve son origine dans une nouvelle définition de la firme dans laquelle une firme est définie comme un nœud de contrat où les actionnaires qui sont des propriétaires sont séparées du management. On parle d'une relation d'agence<sup>24</sup> unique (actionnaires/dirigeants). Selon G.Charreaux et P.Wirtz<sup>25</sup>, le système de gouvernance d'entreprise influence la manière de la gestion des différentes transactions et des différents maillons de la création de valeur.

---

<sup>24</sup>Jensen M. et Meckling W, «Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure », Journal of Financial Economics, Vol 3, October 1976, P 305-360.

<sup>25</sup> Charreaux G. et wirtz P., « Gouvernance des entreprises, Nouvelles perspectives », Economica, Paris, 2006, P 32

## Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.

---

Des recherches ont montré qu'une bonne gouvernance d'entreprise joue un rôle important dans la création de valeur. Le *sondage d'opinion des investisseurs mondiaux* réalisée par McKinsey (2002) concernant l'opinion des investisseurs quant à savoir si une bonne gouvernance d'entreprise conduit à la création de valeur a montré que les investisseurs croient fermement qu'il existe une corrélation positive entre la gouvernance d'entreprise et la valeur actionnariale<sup>26</sup>. Puisque nous nous concentrons principalement sur la valeur, nous tenterons de répondre à la question ; Une bonne gouvernance d'entreprise favorisera-t-elle la création de valeur et une mauvaise gouvernance d'entreprise détruira-t-elle nécessairement de la valeur ?

### 1 La notion de gouvernance d'entreprise et les théories financières

Pour qu'une entreprise soit créatrice de valeur, elle doit mettre en place un système de gouvernance qui assure la création de valeur. Alors dans cette section nous cherchons à comprendre la gouvernance d'entreprise à l'aide de sa définition et les théories financières qui portent sur le système de gouvernance.

#### 1-1 Définition de la gouvernance d'entreprise

« La gouvernance d'entreprise est le système par lequel les organisations sont dirigées et contrôlées. Il englobe les relations entre le conseil d'administration, les actionnaires et les autres parties prenantes, ainsi que les effets sur la stratégie et la performance de l'entreprise »<sup>27</sup>.

Sachant que les entreprises sont gérées par les dirigeants (les décideurs) et non pas par leurs propriétés (actionnaires), la gouvernance d'entreprise est importante car elle examine comment ces décideurs agissent, comment ils peuvent ou doivent être surveillés et comment ils peuvent être tenus responsables de leurs décisions et actions. Son objectif est de structurer les pouvoirs de décision de la direction afin que les dirigeants individuels ne soient pas en mesure de s'attribuer des revenus au détriment des actionnaires de l'entreprise, de ses créanciers et de ses salariés et, plus généralement, de la société dans son ensemble.

#### 1-2 Les théories financières et la gouvernance

Le concept de gouvernance d'entreprise a été développé par différentes théories à travers le temps, notamment la théorie néoclassique, la théorie de l'agence et la théorie de l'enracinement. Ci-dessous, nous retracerons les principales idées avancées par chacune d'elles.

##### 1-2-1 La théorie néoclassique

La théorie classique définit une entreprise comme une boîte noire et ne fait aucune distinction entre les intérêts des différentes parties impliquées dans l'entreprise. Par conséquent, cela ne nous aide pas à comprendre la gouvernance d'entreprise.<sup>28</sup>

---

<sup>26</sup> Mcknsey global investor opinion on corporate governance survey, 2002.

<sup>27</sup> Cadbury A., « Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance », Gee, London, 1992.

<sup>28</sup> Vernimmen P., Quiry P. et le fur Y., « Finance d'entreprise », Dalloz, Paris, 2015, P 971

### 1-2-2 La théorie de l'agence

Dans le cadre des différentes théories, nous nous intéressons également à la théorie de l'agence. Cette dernière trouve ses racines avec Adam Smith (1776)<sup>29</sup>, considéré comme le fondateur de la science économique puisqu'il a déjà décelé à son époque l'existence des relations d'agence dans les sociétés de capitaux. La théorie de l'agence est le principal fondement intellectuel de la gouvernance d'entreprise. Etant donné que l'entreprise est déterminée comme un nœud de relations contractuelles impliquant des décideurs rationnels et opportunistes, dont les points de divergence se résument au seuil de risque et à l'horizon pris en compte dans les décisions. Jensen et Meckling (1976) ont établi une relation d'agence qui existe entre les parties prenantes en particulier les actionnaires et les dirigeants. Ces deux auteurs donnent une définition plus générale de la relation d'agence : « *La relation d'agence est un contrat en vertu duquel un ou plusieurs personnes (le(s) mandant(s)) engagent une autre personne (le mandataire) pour effectuer certains services en leur nom qui implique la délégation d'un certain pouvoir de prise de décision à l'agent* »<sup>30</sup>.

Compte tenu de l'asymétrie d'information qui existe entre la direction et les actionnaires, la gouvernance d'entreprise recouvre également la communication financière au sens le plus large du terme, y compris les informations fournies aux actionnaires, les travaux effectués par les commissaires aux comptes, etc. La gouvernance d'entreprise a alors pour objectif de réduire la divergence d'intérêt entre agent et principal en mettant en place des mécanismes de convergence d'intérêts susceptibles de réduire des coûts d'agence. 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.

La théorie de l'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.

### 1-2-3 La théorie de l'enracinement

La mise en place d'une bonne gouvernance d'entreprise doit permettre d'éviter les comportements divergents des dirigeants ; par comportement divergent, on entend des actions qui ne conduisent pas nécessairement à la création de valeur au sens large pour les actionnaires au sein de l'entreprise. Donc, si le système de gouvernance mis en place (et les mécanismes qui le composent) est pleinement efficace, alors toute sous-performance et comportements divergents des managers seront rapidement sanctionnés et suivis par le conseil d'administration. En plus, la théorie de l'agence suggère des mécanismes pour contrôler et augmenter l'efficacité de la gestion.

---

<sup>29</sup> Charreaux G., « Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, théories et faits », Éditions Économica, Paris, 1997, P 55

<sup>30</sup>Jensen M. et Meckling W, «Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure », Journal of Financial Economics, Vol 3, October 1976, P 308.

## Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.

---

Cependant, selon A.Shleifer et R.Vishny,<sup>31</sup> ces mécanismes ne suffisent pas toujours à motiver la gestion à diriger l'entreprise dans le respect des intérêts des actionnaires. Ils décrivent comment les dirigeants s'opposent aux forces disciplinaires en s'enracinant, c'est-à-dire en se rendant précieux pour les actionnaires et cher à remplacer. Le processus d'enracinement passant par la réalisation d'investissements spécifiques : ces investissements doivent permettre de diminuer la probabilité d'éviction des managers, d'obtenir des salaires plus élevés et de profiter d'un espace discrétionnaire plus important dans le choix de la stratégie du groupe. Ces investissements spécifiques vont entraîner la réalisation de projets en relation directe avec leur formation ou expérience, même si ceux-ci ne sont pas nécessairement les plus rentables pour l'entreprise. Ces investissements spécifiques aux managers risquent de les rendre rapidement indispensables. Pour cette raison, les dirigeants deviennent difficilement remplaçables, ce qui peut entraîner, premièrement, une hausse de salaires et, deuxièmement, la création d'un espace discrétionnaire plus important, à partir duquel le dirigeant est en mesure de gérer l'entreprise de manière indépendante.

La gouvernance d'entreprise reste un outil qui peut être utilisé pour se débarrasser de l'enracinement managérial dans le sens où c'est le conseil d'administration qui doit mettre en place des mécanismes qui contrent l'enracinement. Un bon système de gouvernance d'entreprise est celui qui dispose d'un système de contrôle solide capable de surveiller tous les actes douteux des gestionnaires, remarquant ainsi tous les projets pouvant conduire à l'enracinement. Puisque les investissements spécifiques au gestionnaire peuvent être très coûteux pour les actionnaires, nous nous attendons à ce que le conseil d'administration pour trouver des mécanismes qui réduisent les dommages ; par exemple en sélectionnant le bon dirigeant en premier lieu. Le conseil peut également contrôler le choix de futurs investissements spécifiques aux managers via la sélection du prochain PDG.

### **2 Les mécanismes servant à aligner l'objectif des dirigeants sur celui des actionnaires**

D'un certain point, la valeur d'une entreprise dépend fortement du point de vue des actionnaires concernant l'avenir d'une entreprise. Il est donc primordial de prendre en considération les attentes des actionnaires. Néanmoins, des conflits d'intérêts existent entre dirigeants et actionnaires. Les dirigeants peuvent être tentés d'ignorer les intérêts des actionnaires et de se concentrer sur leurs propres intérêts. En tant que tels, les dirigeants peuvent ne pas atteindre l'objectif premier d'une entreprise qui est de créer de la richesse pour les actionnaires. Pour résoudre ce problème, la gouvernance d'entreprise met en place des mécanismes qui aident à aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires, conduisant ainsi à la création de valeur.

#### **2-1 Politique de rémunération**

Dans la discussion sur la gouvernance d'entreprise, le dirigeant occupe une place cruciale, dans la mesure où il constitue à la fois un acteur majeur du processus aboutissant à la création de valeur, mais a également la capacité d'influencer sa distribution. Par ailleurs, les développements récents de la théorie insistent sur le fait que le manager doit être considéré avant tout comme un agent économique créateur de valeur et qui doit également être protégé de toute spéculation de la part des autres groupes de parties prenantes.

---

<sup>31</sup> Shleifer A. et Vishny R.W., « Management entrenchment: The case of manager-specific investments », *Journal of Financial Economics*, Vol 25, 1989, P 123-139.

## Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.

---

Par conséquent, il est indispensable de créer un plan de motivation qui pousse les dirigeants et les autres salariés à entreprendre les projets d'investissement qui maximisent la valeur des actionnaires.

En plus de son pouvoir de révocation des dirigeants en cas de performances insatisfaisantes, le conseil d'administration dispose d'un autre levier pour contrôler les dirigeants : le système de rémunération. Ce dernier a pour objectif d'établir une rémunération juste et intéressante pour garder les bons gestionnaires dans la société, tout en les motivant à prendre des décisions favorisant la création de valeur actionnariale. Dans ce système, la rémunération des dirigeants (récompenses) est liée à la performance de l'entreprise (l'augmentation de la richesse des actionnaires).

Outre le salaire de base, la rémunération des dirigeants prévoit souvent :

- Des bonus : Ces bonus sont indexés sur les performances comptables de l'entreprise ou d'une de ses divisions (croissance du résultat net, ...).
- Avantages en nature : Ces avantages vont du logement de fonction à la prise en charge de frais de représentation.
- Des primes exceptionnelles : à l'occasion de l'arrivée du dirigeant (Golden Hello) ou de son départ (Golden Parachute).

Le « Golden Parachute » ou parachute doré est une indemnité pécuniaire représentée par une somme colossale prévue pour le dirigeant dans le cas d'une prise de contrôle qui conduit à congédier ce dernier. Ce parachute doré diminue la résistance des dirigeants à une éventuelle prise de contrôle et les pousse à agir dans le sens des intérêts des actionnaires.

- Des actions, gratuites ou non, ou des stocks options : Ces actions sont octroyées dans le cadre de programmes d'intéressement pluriannuels. La détention d'actions par les dirigeants constitue une incitation financière forte, le patrimoine de ces derniers étant positivement corrélé avec la valorisation de l'action.

### 2-2 Mécanisme de contrôle

Après avoir renforcé la transparence des entreprises, les investisseurs pensent que les entreprises devraient créer des conseils d'administration plus indépendants et atteindre une plus grande efficacité du conseil d'administration grâce à des mesures telles qu'une meilleure sélection des administrateurs, des processus d'évaluation du conseil plus disciplinés et en plus l'engagement des administrateurs. En principe, divers mécanismes de contrôle limitent le comportement opportuniste des dirigeants. En particulier, le conseil d'administration, en tant qu'autorité légale chargée de ratifier et de contrôler les décisions des dirigeants, joue un rôle important dans la résolution des conflits d'intérêts. Il constitue un mécanisme de gouvernance interne, dont l'efficacité n'est probablement pas sans incidence sur la création de valeur et, par conséquent, sur la satisfaction des actionnaires.

#### 2-2-1 Le conseil d'administration

Le conseil d'administration est une institution importante dans le gouvernement des entreprises modernes. Fama et Jensen (1983)<sup>32</sup> considèrent le conseil d'administration comme

---

<sup>32</sup> Fama E. F. et Jensen M. C., « Agency Problems and Residual Claims », Journal of Law and Economics, Vol 26, June 1983, P 327-49.

## **Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.**

---

étant le point culminé des systèmes du contrôle de la décision interne dans les organisations. Le conseil d'administration est responsable des actifs de l'entreprise et son comportement doit viser à ajouter de la valeur à ces actifs en travaillant avec la direction à bâtir une entreprise prospère et à améliorer la valeur pour les actionnaires.

Le conseil d'administration a pour rôle essentiel de représenter les intérêts des actionnaires vis-à-vis des dirigeants. Le conseil d'administration nomme les administrateurs de la société, contrôle leurs décisions et peut mettre fin à leurs fonctions. Il détermine les orientations stratégiques de l'entreprise et supervise le processus de mise en œuvre.

Un conseil d'administration engagé, solidaire et efficace ajoute de la valeur, d'abord et avant tout, par le choix d'un bon chef de la direction pour l'entreprise. En outre, le conseil contribue à la valeur de diverses façons notamment en évaluant et en approuvant l'orientation stratégique de l'entreprise ; en veillant à ce que l'entreprise ait des processus appropriés pour l'appréciation et la gestion des risques ainsi que pour le contrôle interne ; en assurant la surveillance de la performance par rapport à des points de repère convenus ; et en assurant l'intégrité de l'information sur la performance financière. Si le conseil ajoute de la valeur en s'acquittant de ses responsabilités dans ces domaines, il en résultera une plus grande transparence et une meilleure compréhension, par les principaux intéressés, de la situation de l'entreprise.

### **3 La relation entre la gouvernance d'entreprise et les décisions financières**

Comme on a vu que la gouvernance est traditionnellement envisagée comme un ensemble de dispositifs visant à encadrer la prise de décision du dirigeant. Les décisions concernées sont celles de création et de répartition de la valeur. Un des principaux dispositifs étudiés est le conseil d'administration qui représente un organe de contrôle des décisions d'investissements et de financement. Autrement dit, la gouvernance détermine la manière dans laquelle les décisions sont prises. Dans son rapport au dirigeant, la gouvernance peut être envisagée comme dispositif d'aide à la décision et non plus seulement disciplinaire (G. Charreaux et P. Wirtz, 2006<sup>33</sup>). Ceci nous montre la notion de causalité qui existe entre la gouvernance et le processus décisionnel.

En plus Pierre Vernimmen dans son ouvrage a affirmé que la gouvernance d'entreprise qui favorise la création de valeur est celle qui inspire la confiance des investisseurs dans la manière dont les décisions sont prises au sein de l'entreprise<sup>34</sup>. Dans cette perspective, il convient d'analyser les relations qui existent entre la gouvernance d'entreprise et les décisions financières pour voir si elle est significative sur la création de valeur.

#### **3-1 La relation entre gouvernance d'entreprise et la décision d'investissement**

A.Shleifer et R.W.Vinshy (1989)<sup>35</sup> ont soutenu que les investissements spécifiques aux gestionnaires qui sont autorisés sans intervention par le conseil d'administration peuvent conduire à l'enracinement du dirigeant, de sorte que les gestionnaires se concentrent sur leurs

---

<sup>33</sup> Charreaux G. et wirtz P., « Gouvernance des entreprises, Nouvelles perspectives », Economica, Paris, 2006, P 37

<sup>34</sup> Vernimmen P., Quiry P. et le fur Y., « Finance d'entreprise », Dalloz, Paris, 2015, P 964

<sup>35</sup> Shleifer A. et Vishny R.W., « Management entrenchment: The case of manager-specific investments », Journal of Financial Economics, Vol 25, 1989, P 123-139

## Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.

---

propres intérêts. Ceci explique l'importance d'examiner la relation entre la gouvernance d'entreprise et la décision d'investissement en relation avec la création de valeur.

Dans le sondage mené par McKinsey (2002) sur l'opinion des investisseurs mondiaux, les investisseurs déclarent qu'ils mettent toujours la gouvernance d'entreprise sur un pied d'égalité avec les indicateurs financiers lors de l'évaluation des décisions d'investissement.

Une bonne gouvernance d'entreprise peut être un outil utilisé pour éviter tous les investissements à valeur décroissante.

### **3-2 La relation entre gouvernance d'entreprise et la décision de financement**

La politique de financement préface la structure ou mécanismes de gouvernance étant donné que les ressources financières sont indispensables à la mise en œuvre d'une stratégie qui modifie la structure de gouvernance.<sup>36</sup>En plus, les choix financiers sont influencés par le niveau de protection des droits des actionnaires au sein de la firme.

Shleifer et Vishny (1997) considèrent un bon système de gouvernance comme une combinaison adéquate de la protection légale des investisseurs et de la concentration de la structure de propriété. Puisque les actionnaires constituent l'une des sources de financement des entreprises, nous pouvons clairement remarquer comment la gouvernance d'entreprise est liée à la politique de financement. Si les investisseurs sont bien protégés par le système de gouvernance d'une entreprise, ils peuvent se sentir plus en confiance pour investir dans celle-ci, ce qui a un impact sur la disponibilité des fonds pour l'entreprise.

L'explication théorique de la relation positive entre le niveau d'enracinement et la décision de financement est basée sur le choix endogène du niveau du risque pris par les dirigeants lors d'une politique d'investissement, en fonction de l'efficacité de la structure de gouvernance en place. Comme la théorie de l'enracinement suggère que les dirigeants peuvent être enracinés dans leurs investissements à tel point qu'ils peuvent utiliser n'importe quelles sources de financement au détriment des actionnaires en termes de hausse du coût du capital, ce qui diminue leur richesse. La gouvernance d'entreprise peut être utilisée comme un outil pour éviter cela, par exemple en utilisant le rationnement du capital comme moyen de limiter les managers à des fonds qu'ils peuvent utiliser pour investir (en termes de sources de financement utilisées) et pour qu'ils se concentrent sur la création de valeur.

Enfin nous avons établi que la gouvernance d'entreprise affecte la manière dont les décisions financières sont prises. Mais il reste à savoir s'il existe un lien entre les décisions financières et la création de valeur d'où notre intérêt à nous concentrer sur l'impact des décisions financières sur la valeur. Dans la section suivante, nous allons approfondir et voir si ces décisions contribuent à la création de valeur dans une entreprise.

### **Section 2 : La décision financière et la création de valeur.**

L'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise est au cœur de la théorie financière des entreprises. Une entreprise peut créer de la valeur en améliorant ses décisions

---

<sup>36</sup>Assous N., « Impact des décisions financière sur la création de valeur au sein des entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger », Thèse de Doctorat, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2015.

## Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.

---

d'exploitation, d'investissement, de financement et de distribution des dividendes. Les décisions financières jouent un rôle primordial et incontournable dans la création de valeur

L'investissement est connu comme un levier de création de valeur. Pour que ce dernier soit réalisé, l'entreprise doit investir aux projets rentables qui sont à sa disposition. La décision d'investissement n'est pas complexe vue que l'entreprise doit choisir un projet rentable disponible. Par contre, la décision de financement et la décision de distribution de dividende sont complexes vue qu'avec toutes les théories développées, il était difficile voir impossible de trouver une structure financière ou un optimal politique de dividende pour garantir la création de valeur par une entreprise. Par conséquent, dans cette section nous nous focalisons sur la présentation des notions de création de valeur, la décision de financement, la décision de politique de dividende et la création de valeur.

### 1 Fondements notionnels de création de la valeur

La création de valeur est une notion ambiguë du fait de la multiplicité des pratiques managériales qui lui sont associées : La valeur d'échange, la valeur comptable ou économique, la valeur stratégique, la valeur partenariale, la valeur pour le client, etc.

La création de valeur est devenue une notion qui occupe une place primordiale dans la gestion d'entreprise à travers le monde et un nouveau produit de cabinets de conseil. Avant d'aller plus loin, il est très important de recenser les différentes définitions de la valeur et de la création de valeur.

#### 1-1 Définition de la valeur économique

En économie, le concept de valeur a des différentes significations qui renvoient aux enjeux théoriques :

Smith, Ricardo et Marx (1723-1883) ont avancé une théorie connue sous l'appellation « théorie objective de la création de valeur ». Il est dit objectif car ces auteurs cherchent à trouver un critère objectif valable tout le temps et dans tous lieux, qui permet de déterminer ce qui fonde la valeur de toute chose. Pour eux la valeur d'une bien est déterminée par la quantité de travail incorporé dans sa production c'est-à-dire la quantité de travail qui permet de l'acquérir. Smith va plus loin et constate que la valeur d'usage et la valeur d'échange ne sont pas corrélées.

Contrairement à ce qu'est dit par les théoriciens précédents (Smith, Ricardo et Marx), Say affirme que la valeur d'échange est directement corrélée à la valeur d'usage. Il considère la valeur d'usage des biens comme leur valeur réelle ; la valeur d'échange ne représente que le prix. De plus, chez Say la valeur d'usage est égale à la capacité d'une bien à satisfaire des besoins.

Chez les néoclassiques la théorie de valeur du travail objective est rejetée, basant sur la production et le travail pour une approche subjective liée au comportement du consommateur. Pour eux la valeur d'échange d'une bien ne dépend de rien d'autre que de la volonté de ceux qui l'échange. Selon Jevons, Menger et Walras, la valeur est combinée à la rareté et l'utilité. C'est-à-dire, la valeur des biens est mesurée par l'utilité marginale. Cette utilité marginale est décroissante vue que la dernière unité consommée n'a pas la même valeur que celle consommée en premier.

### 1-2 Définition de la valeur actionnariale

La valeur actionnariale a constitué depuis longtemps le centre des réflexions mené par les économistes et les analystes financiers car elle représente le premier critère sur la base duquel les différentes entreprises sont appréciées. Pour un actionnaire, l'indicateur fondamental de la richesse d'une entreprise n'est pas son résultat net, mais l'excédent de trésorerie dégagé par celle-ci.

Alors, pour que l'entreprise soit créatrice de valeur, la rentabilité économique doit être supérieure à la rentabilité exigée par ses actionnaires. En effet, cet excédent de trésorerie est soit distribué aux actionnaires sous forme de dividendes, soit il est réinvesti dans des projets rentables pour engendrer à son tour des flux de trésorerie futurs, et dans ce dernier cas, les investisseurs et les analystes financiers vont intégrer la perspective des flux de trésorerie à venir dans l'évaluation de l'action de l'entreprise.

Considérant que l'objectif primaire des entreprises est la maximisation de la valeur pour ses actionnaires, nous allons donc nous concentrer sur la valeur actionnariale.

### 1-3 Le concept de création de valeur

Le concept de création de valeur s'est propagé très rapidement depuis une quinzaine d'années. Il y a une tendance non seulement à évaluer la création de valeur pour l'actionnaire mais également pour 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 salariés, de former ses employés et de produire des biens ou des services de haute qualité.

« 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)<sup>37</sup>, mais qu'est-ce que la création de valeur ?

#### 1-3-1 Définition de la création de valeur

La création de valeur se définit comme une rente que l'entreprise apporte aux pourvoyeurs de ressources de toutes natures. L'entreprise doit être créatrice de valeur, c'est-à-dire, rentabiliser le capital investi par les actionnaires en vue d'accroître leurs richesses. Pour Hoarau C., « la création de valeur ou de richesse par l'entreprise trouve son origine dans la réalisation d'investissements dont la rentabilité espérée est supérieure au coût des capitaux employés pour les financer »<sup>38</sup>

<b>Valeur créée = (Taux de rentabilité réalisé - Cout du capital) * Capitaux investis</b>
---

Selon Pablo Fernández (2001), 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<sup>39</sup>.

---

<sup>37</sup> Cappelletti L. et Khouatra D., « Concepts et mesure de la création de valeur organisationnelle », Revue Comptabilité - Contrôle - Audit / Tome 10 Volume I - Juin 2004, P134.

<sup>38</sup> Hoarau C., « Modèles d'évaluation stratégique et facteurs explicatifs de la création de valeur pour l'actionnaire », Working Paper, Gregor, n° 6/2000, P 2.

<sup>39</sup> Fernández P., « A Definition of Shareholder Value Creation », IESE Business School, Madrid, 2002.

## Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.

---

### 1-3-2 L'émergence de valeur actionnariale

Avec l'évolution économique, l'objectif principal des entreprises est passé d'une simple rentabilité à une concentration active sur la création de valeur pour les actionnaires. Plusieurs facteurs sont à l'origine de ce changement parmi lesquels nous citons les suivants :

- La globalisation et la financiarisation de l'économie ;
- L'émergence, dans les années 80, d'un marché actif pour la prise de contrôle des entreprises, du fait de l'incapacité apparente de beaucoup d'équipes dirigeantes à faire face aux changements survenus dans leur secteur ;
- La part grandissante des actions dans la rémunération des dirigeants, aux États-Unis et dans bon nombre de pays européens ;
- Le poids croissant des actions dans le patrimoine des ménages, suite aux bonnes performances des marchés boursiers aux États-Unis et en Europe, depuis 1982 ;
- Le développement des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC).

Depuis lors, la création de valeur reste l'objectif principal des entreprises de l'économie moderne.

### 1-3-3 Les différents exigences de la valeur

Pour réussir à créer la valeur pour ses actionnaires, l'entreprise doit être bien positionnée dans les quatre domaines ci-dessous

#### 1-3-3-1 L'excellence dans les opérations

Afin d'atteindre l'excellence dans les opérations, l'activité actuelle devrait produire une croissance rentable durable maximale à partir de la base d'actifs actuels. L'efficacité opérationnelle présente une grande importance dans la création de valeur puisqu'elle contribue à la rentabilité globale. En fonctionnement l'efficacité peut être considérée comme une condition préalable à la croissance.

#### 1-3-3-2 Bien mettre en place la structure financière

Le coût des capitaux propres est considéré comme important car il est utilisé comme un facteur essentiel dans le calcul de la valeur. Bien que le coût des capitaux propres ne soit pas discernable à partir des données du marché, des informations sont nécessaires pour gérer le capital-risqué dans l'intérêt des actionnaires. Dans l'hypothèse où les marchés sont efficaces, une entreprise qui vise à maximiser la valeur actionnariale doit chercher des investissements conformant à la stratégie de l'entreprise. Ils devraient avoir un taux de rendement ajusté en fonction du risque qui dépasse le coût des capitaux propres.

L'entreprise a besoin de connaître son coût des capitaux propres afin de prendre la bonne décision d'investissement. Ce coût varie avec le niveau de risque et la structure de la dette de l'entreprise. Le niveau de risque d'une entreprise doit être choisi avec soin car il s'agit d'un déterminant important du coût des capitaux propres. La gestion du niveau de capital-risqué est également importante, car les entreprises peuvent développer des problèmes lorsque l'équité est trop faible. Le ratio de solvabilité doit être maintenu suffisamment élevé en ce qui concerne à la fois le risque d'exploitation et d'expansion projets pour un avenir proche.

## **Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.**

---

Alors on peut dire qu'une entreprise doit conserver la structure des capitaux qui la permet d'offrir une valeur maximale aux actionnaires. La structure financière ne doit pas, dans une entreprise qui maximise la valeur, être utilisée comme un obstacle à une prise de contrôle. Un cours de bourse élevé devrait offrir un tel obstacle en cas de besoin. Il a également ajouté qu'une bonne structure financière est étroitement liée au free cash-flow puisqu'elle traite des questions de capital, de risque, et de dividendes. Il est important de gérer le capital de l'entreprise dans l'intérêt des actionnaires.

### **1-3-3-3 Être concentré**

La concentration est devenue l'un des éléments constitutifs de valoriser les actions car les investisseurs sont de plus en plus conscients que tous les clients ont différents besoins qui ne peuvent pas être satisfaits par une seule entreprise. Afin de maximiser la valeur, les entreprises doivent se concentrer. Ils doivent avoir une stratégie claire sur les endroits où concentrer leurs efforts. Cela doit être efficacement communiqué au personnel des entreprises afin que des mécanismes adéquats peut être atteint par la suite.

Les entreprises peuvent pénétrer dans les zones où elles ont l'avantage concurrentiel, céder ou fermer des opérations qui n'ont pas le potentiel de créer de la valeur. Cela doit commencer au niveau stratégique du groupe et il doit être compris et accepté par les couches successives de la hiérarchie. La concentration est plus étroitement liée à la rentabilité. Il faut se concentrer sur les domaines de rentabilité afin de gérer efficacement une entreprise.

### **1-3-3-4 Croissance des revenus crédibles**

Étant donné que la croissance ajoute de nouveaux actifs qui assurent les bénéfices futurs, le prospectus de croissance est primordial pour créer de la valeur pour les actionnaires. Les nouveautés qui fournissent des produits nouveaux plutôt qu'améliorer sont l'une des raisons pour lesquelles les entreprises obtiennent des résultats spectaculaires dans la création de valeur actionnariale. Le marché récompense les investissements pour la croissance lorsque les plans d'expansion semblent qu'ils créeront de la valeur. Les entreprises qui visent la création de valeur doivent orienter leurs ressources vers les zones de croissance. Cette croissance peut être obtenue grâce aux fusions et acquisitions ou organiquement, c'est-à-dire que la croissance est générée par les opérations de l'entreprise.

Les entreprises à fort taux de croissance sont les plus susceptibles d'avoir des rendements élevés pour les actionnaires tandis que les entreprises à faible taux de croissance sont susceptibles de réaliser de faibles rendements. Il faut noter que toutes les entreprises ne peuvent pas générer de valeur en grandissant continuellement, il peut y avoir une croissance destructrice de valeur. Par conséquent, avant de s'engager dans le développement d'une entreprise spécifique, il est important que la société détermine si ses rendements dépassent ou non le coût du capital.

Pour conclure, les entreprises doivent garder à l'esprit qu'une croissance durable des revenus et des revenus nets est le seul moyen fiable de créer de valeur pour les actionnaires.

### **2 La décision de financement et création de valeur**

La décision de financement est la décision qui oriente les responsables de l'entreprise dans le choix des modes de financement pour satisfaire les besoins de financements de l'entreprise et pour maintenir un équilibre financier permanent<sup>40</sup>. Elle est considérée comme l'une des principales décisions financières de l'entreprise, qui peut avoir un impact sur ses performances (si elle est solide, ils permettent aux entreprises de créer de la valeur pour ses actionnaires, contrairement, la décision de financement malsaines détruit la valeur et par conséquent menace la survie et la continuité d'une entreprise). Alors on peut dire que la décision de financement est importante en raison de la nécessité d'optimiser les rendements de divers secteurs organisationnels. Cette décision a un impact sur la capacité de l'organisation à faire face à un environnement concurrentiel.

L'objet de cette section est d'évaluer l'effet des différents modes de financement sur la création de valeur et par conséquent de voir comment les entreprises peuvent atteindre une optimale structure de financement.

#### **2-1 Les différents modes de financement et la création de valeur.**

Pour assurer le financement de leurs investissements, les entreprises peuvent adopter deux types de moyens de financement : financement interne et / ou externe. Quand on parle de financement interne, il s'agit pour l'entreprise d'utiliser des fonds générés par son activité d'exploitation ou encore recourir à sa propre trésorerie pour financer un investissement. L'entreprise utilise les profits dégagés au cours des années précédentes, et qui n'ont pas été distribués aux associés ou prélevés par l'entrepreneur (autofinancement). Le financement externe implique le recours à des tiers, agents et intermédiaires financiers tels que les banques. La manière de combiner les différents moyens de financement est un élément de la stratégie financière qui a des conséquences directes sur la situation économique de l'entreprise, notamment sa valeur ajoutée, sa solvabilité et sa rentabilité.

##### **2-1-1 L'autofinancement,**

L'autofinancement est la source principale de financement interne. Il correspond à l'aptitude de l'entreprise à utiliser les ressources dégagées de son activité d'exploitation pour se financer. Il permet une certaine indépendance financière, une maîtrise des charges financières, une amélioration de la situation et donc de la valeur des actions. En effet, l'autofinancement donne à l'entreprise une liberté d'action car elle sera indépendante de ses créanciers. Il est d'une grande importance pour les dirigeants de l'entreprise du fait qu'il se substitue d'une part à toutes autres sources de financement et par conséquent il épargne aux dirigeants de payer des intérêts excessifs, et d'autre part, il donne plus de liberté de manœuvres aux gestionnaires de l'entreprise. Ces arguments nous permettent de dire qu'un autofinancement est plus avantageux pour une entreprise qu'un financement externe (Myers et Majluf, 1984).

Cependant, l'autofinancement est parfois insuffisant pour financer l'investissement et les actionnaires peuvent se retirer de l'entreprise en constatant leurs dividendes baissés en faveur des réserves. Le fait d'exagérer l'autofinancement peut nuire également à l'entreprise,

---

<sup>40</sup> Matoussi H., « Les décisions financières de l'entreprise », Centre de publication Universitaire, 2000, P 56.

## Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.

---

qui au cours de son existence peut avoir à faire face à des programmes d'investissements imminents afin de ne pas se laisser distancer par la concurrence.

### **2-1-2 Les sources de financement externe**

Les sources externes de financement sont constituées principalement du financement par augmentation du capital et par emprunt.

#### **2-1-2-1 Le financement par l'augmentation du capital**

Lorsqu'une entreprise a besoin d'augmenter ses ressources stables, elle peut recourir à une augmentation du capital. Le capital de l'entreprise va alors être augmenté par la souscription à de nouvelles actions, qui sont destinées à être achetées par les actionnaires déjà présentes dans l'entreprise ou bien par de nouveaux actionnaires. La part du résultat non distribuée, présentée au niveau des réserves peut également être incorporée dans le capital social. Cette opération peut prendre plusieurs formes.

Dans le cas d'une incorporation des réserves dans le capital, la part transmise peut être ajoutée aux actions déjà existantes (ce qui augmente la valeur nominale des actions) ou bien à travers la création de nouvelles actions qui sont alors distribuées aux actionnaires au prorata des actions déjà possédées par ces derniers. De plus, l'émission de certaines obligations convertibles en capital donne aux détenteurs de la dette de l'entreprise le titre actionnaires et non plus créanciers (conversion des dettes fournisseurs en actions). Pour rémunérer un apport en nature, c'est-à-dire un nouvel apport d'actifs, les entreprises peuvent également émettre de nouveaux titres.

Dans le cadre d'une fusion, il y a un apport de titres d'une entreprise extérieure, lesquels sont ajoutés au capital de l'entreprise. Lorsqu'une entreprise souhaite financer de nouveaux investissements, elle peut émettre une proportion de nouvelles souscriptions sur le marché primaire afin d'augmenter son capital en numéraire. Elle peut alors également proposer un droit préférentiel de souscription à ses actionnaires actuels afin qu'ils puissent racheter ces nouvelles actions à un prix avantageux. Cette opération engendre deux conséquences : l'augmentation des ressources stables et la dilution du capital.

Même si augmentation du capital peut résoudre à la baisse immédiate de prix d'action (après l'annonce d'une émission d'action) car une telle annonce transmet l'information au marché que le dirigeant pense que les actions sont surévaluées (réception de ce signal peut exiger les investisseurs à payer un prix plus faible pour une action), mais ce n'est pas toujours le cas car des fois les dirigeants cherchent à augmenter le capital afin de financer un projet rentable qui par la suite peut résoudre dans la création de valeur pour les actionnaires. Alors, en ce qui concerne l'augmentation de capital, il nécessite une circulation des bonnes informations à toutes les parties dans les marchés pour ne pas risquer et avoir des fausses assumptions qui par la suite nous laissent conclure que l'augmentation de capital détruit la valeur.

#### **2-1-2-2 Le financement par emprunt**

Emprunter des actions est plus coûteux pour les entreprises à cause d'asymétries d'information. Les dirigeants peuvent rechercher d'autres sources de financement pour éviter ce coût. La dette peut également pâtir de sélection adverse, mais moins que les actions : si l'entreprise n'atteint pas un taux d'endettement excessif, la valeur de la dette est peu sensible

## Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.

---

aux informations détenues par les dirigeants car le principal déterminant de la valeur de dette est exogène de l'entreprise. Alors le recours à l'endettement est plus avantageux.

Le financement par emprunt est connu comme l'une des principales sources de financement des entreprises, octroyées auprès des banques et des institutions financières spécialisées. Il peut prendre la forme d'un emprunt obligataire ou de tous autres types d'emprunt (emprunt bancaire à long et à court terme et les obligations). Cette source de financement peut être utilisée comme un moyen de financement résiduel dont les entreprises y recourent pour pallier les insuffisances de trésorerie et des fois il est utilisé comme une ressource substituable aux fonds propres.

Pour créer de la valeur, les entreprises sont appelées à être prudentes en ce qui concerne l'endettement car ce dernier peut envoyer un signal au marché concernant la capacité de remboursement d'une entreprise. Si une entreprise a trop de dettes, celle-ci dit que l'entreprise est susceptible de ne pas pouvoir payer ses dettes à l'échéance alors les institutions financières ne seraient pas dans une position de financer une telle entreprise, ce qui affecterait par la suite le financement des projets d'investissement futur.

Ajoutant à ça, si l'entreprise finance un projet d'investissement surévalué par la dette, dans le cas où ce projet n'arrive pas à dégager les flux suffisants à rembourser cette dette, l'entreprise paiera la dette en utilisant ses propres fonds qui ensuite a un impact négatif sur la trésorerie de l'entreprise. En plus d'endettement on peut aboutir à l'abandonnement des autres projets profitables en focalisant sur le paiement de dettes et des intérêts. Alors même si l'endettement est avantageux, l'entreprise ne doit pas s'endetter excessivement.

La décision financière incite à l'entreprise de choisir un mode ou une combinaison<sup>41</sup> le plus adéquat à sa situation et le plus créateur de valeur, en basant sur le principe d'arbitrage entre les coûts et les gains inhérent à la fois au financement par fonds propres et au financement par dette. Cela donne lieu à l'existence de trois cas : « *Le premier, lorsque la rentabilité des capitaux engagés (investis) est supérieure au coût de la dette (le taux d'intérêt), la rentabilité des fonds propres atteint son maximum et l'entreprise privilégie le financement par dettes. Le deuxième, lorsque la rentabilité économique, voire des capitaux investis ne couvre pas le coût de la dette, la rentabilité des fonds propres sans endettement sera supérieure à celle avec endettement. Ceci implique que l'entreprise ne bénéficie pas d'une économie d'impôt en recourant à la dette et de ce fait, elle est amenée à privilégier le financement par fonds propres, lui évitant au moins de supporter des charges financières. Le troisième cas se produit lorsque l'égalité caractérise la rentabilité économique et le coût exigé par le marché (coût de la dette). Cela, implique une stabilité de la rentabilité des fonds propres, voire financière. Donc, il n'y a pas d'influence de l'endettement sur la rentabilité financière, mais en se référant au principe d'autonomie financière et de capacité d'endettement, il est préférable pour l'entreprise de privilégier le financement par fonds propres* »<sup>42</sup>

---

<sup>41</sup> Pour optimiser la structure financière, le financement par fonds propres et le financement par dettes sont Indissociables : le financement par dettes affecte les fonds propres et vis-versa.

<sup>42</sup> Assous N., « 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 Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2015. P89

## **Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.**

---

Vu qu'aucun mode de financement est gratuit, les entreprises dans leur but de maximiser la valeur pour les actionnaires sont appelées à faire un meilleur choix de mode de financement pour qu'ils puissent minimiser le coût associé à ce dernier en maximisant les richesses. Ajoutant à ça lors de la prise des décisions financières, les entreprises doivent garder à l'esprit que la flexibilité financière est très importante et que ce dernier ne doit pas être détruit. La flexibilité financière aide à assurer qu'un problème de choix de financement ne s'apprécie pas uniquement à un moment donné, mais dans le temps : un choix aujourd'hui peut réduire l'éventail des possibilités pour un autre choix de financement à faire demain. Ainsi s'endetter aujourd'hui contribue à réduire la capacité d'endettement de demain où un investissement important prévisible ou non sera à réaliser.

### **3 Décision de dividendes et la création de valeur**

La décision de dividendes est une décision aussi importante pour l'entreprise, chaque année, l'assemblée générale, sur proposition du Conseil d'Administration, décide de la répartition des bénéfices (s'il y en a bien sûr) et de la part qui doit être distribuée aux actionnaires, le solde étant placé dans les réserves ou en report à nouveau. Le bénéfice distribué est divisé par le nombre d'actions. La somme qui revient ainsi à chacune de ces dernières est appelée dividende. Une société en perte, peut de même distribuer un dividende en utilisant son rapport à nouveau. Le dividende est donc une somme distribuée par une société à ses actionnaires, et il est généralement versé en numéraire, mais peut être versé également en actions.

La décision de distribution en numéraire ou action ou encore celle de rétention, relève des décisions stratégiques de l'entreprise car elle affecte directement leurs sources de financement. En effet, le partage des bénéfices impacte l'autofinancement des entreprises qui est une source de fonds privilégiée pour financer les projets d'investissement. Ainsi, l'arbitrage entre la distribution et la rétention de dividendes dépendrait du programme d'investissement, mais également des intérêts des actionnaires.

L'objectif d'entreprise étant la création de richesse pour ses actionnaires en maximisant la valeur des fonds propres, la question qui se pose en matière de distribution, est celle de savoir s'il existe une politique de dividendes optimale, c'est-à-dire une politique qui maximise la valeur de la firme, ou encore la richesse des actionnaires. Donc pour répondre à cette question on va essayer de présenter les différentes politiques de distribution des dividendes et leur lien avec la création de valeur.

#### **3-1 Les politiques de distribution des dividendes**

Le choix d'une politique de distribution est un exercice difficile pour les entreprises, et la décision se fait généralement en prenant en compte le programme d'investissement de la firme et la structure financière de son passif. Il existe différentes politiques de dividendes parmi lesquelles une entreprise choisir cela qu'est plus adéquat à sa situation.

##### **3-1-1 La politique de distribution maximale de distribution des dividendes**

La distribution maximale est une politique qui reste théorique beaucoup plus que pratique, et qui consiste en le versement de la totalité des bénéfices aux actionnaires. Ce qui est justifiée par le fait que les actionnaires préfèrent toujours recevoir plus de dividendes. En pratique, cette politique n'est pas possible à cause notamment du fardeau de la fiscalité des

## Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.

---

investisseurs, d'une part, et qui impose doublement les dividendes reçus par les actionnaires, et d'autre part, à cause de l'impact négatif de cette politique sur l'autofinancement de la société.

### **3-1-2 La politique résiduelle de distribution des dividendes**

L'approche d'un dividende résiduel stipule que l'entreprise distribuera tout bénéfice supplémentaire réalisé grâce à ses investissements rentables sous forme de dividende. Sauf que les stratégies de distribution des sociétés sur le terrain suivent la tendance au cours du temps du bénéfice par action, de façon à ce que le dividende par action soit moins variable que le bénéfice par action. Ceci s'explique par le fait que le dividende augmente avec un retard de phase d'une période par rapport à la hausse du bénéfice, car sa hausse n'intervient qu'au cours de l'exercice suivant celui de la réalisation du bénéfice.

### **3-1-3 La politique minimale de distribution des dividendes**

Selon Clarkson et Elliot (1966), le dividende est un « luxe » que les sociétés et les actionnaires ne devraient pas se permettre. Cette proposition reste beaucoup plus théorique que pratique au sein des entreprises, car ces dernières ne peuvent retenir la totalité des bénéfices en réserves sans distribuer de dividendes. Le dividende est en effet, un élément fondamental de la rentabilité des investissements financiers, et un revenu plus ou moins sûr à côté des plus-values des cessions dont les actionnaires ne peuvent y renoncer.

### **3-1-4 La politique stable de distribution des dividendes**

Comme constaté en matière de politique de distribution la plus répandue et pratiquée par les entreprises, ni l'hypothèse d'une distribution maximale des bénéfices sous forme de dividendes ni celle de la rétention de la totalité des bénéfices, ne servent les intérêts de la firme et ses actionnaires. En effet, les sociétés, adoptent le plus souvent dans la pratique en matière de distribution un ratio relativement stable sur le long terme, dans lequel le dividende représente un pourcentage donné des bénéfices, tout en gardant de l'harmonie avec les montants distribués l'année précédente.

Malgré la disponibilité d'une littérature théorique et empirique abondante relative à la politique de dividendes, nous constatons qu'il n'existe pas de consensus sur la meilleure stratégie en matière de distribution de dividendes. Alors, l'entreprise doit choisir une politique qu'elle juge plus adéquate à sa situation en prenant en considération l'environnement dans lequel elle est située et les préférences de ses actionnaires. Selon Myron Gordon et John Linter (The bird-in-hand theory of dividend policy), les investisseurs préféreraient recevoir un dividende maintenant plutôt qu'un gain en capital dans un certain temps. En d'autres termes, les dividendes sont plus importants pour les investisseurs que les gains en capital. Ils n'accepteraient pas la proposition de diminuer le versement des dividendes afin d'augmenter les bénéfices non répartis et d'obtenir des gains en capital plus importants à l'avenir. Plus la période est longue, plus l'incertitude est grande, ainsi les gains en capital sont plus risqués pour les investisseurs que les dividendes.

Une fois qu'une entreprise a pris ses décisions soit la décision d'investissement, de financement et de distribution des dividendes, la question que se pose est de savoir si ces décisions ont aidé l'entreprise à créer de la valeur et pour savoir si l'entreprise a créé de la valeur, il nécessite les indicateurs pour mesurer cette valeur. Donc la prochaine section

## Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.

intitulée mesure de la création de valeur sert à présenter les différents indicateurs de la création de valeur.

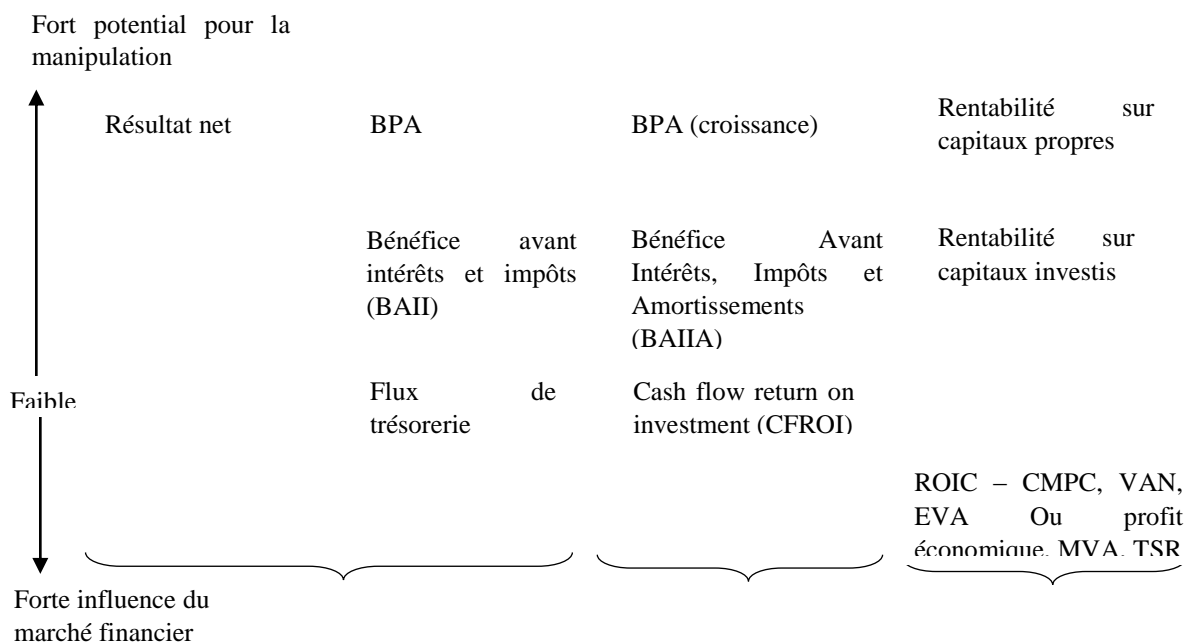
### Section 3 : Mesure de la création de valeur

L'objectif principal de toute entreprise est d'accroître la richesse de ses actionnaires. D'un part, les dirigeants s'efforcent d'atteindre cet objectif en prenant des décisions de financement rationnelles concernant la combinaison de financements qui minimiserait son coût des fonds. D'autre part, vue l'existence des conflits d'intérêts, les actionnaires mettent en œuvre un système de gouvernance qui assure la création de valeur comme on a vu précédemment. Les investisseurs, la direction et les autres parties prenantes doivent être conscients de la performance de l'entreprise pour leur permettre de prendre des décisions éclairées sur l'avenir. La performance d'une entreprise (performance économique, financière et boursière) est déterminée par sa capacité à créer de la valeur. Pour savoir si une entreprise a créé de la valeur ou non, il est nécessaire de mettre en œuvre des indicateurs efficaces qui sont capables d'évaluer la valeur créée.

Il existe plusieurs indicateurs qui mesurent la valeur créée. Ces indicateurs se départagent selon deux critères : interne (valeur intrinsèque) et externe (valeur boursière). L'objectif de cette section est d'illustrer les différents indicateurs sur lesquels l'entreprise s'appuie pour déterminer la création ou la destruction de la valeur.

Le schéma ci-dessous donne un aperçu du réseau de chemins d'indicateurs. Il présente des mesures de création de valeur selon trois critères : facilité de manipulation, sensibilité aux marchés financiers et catégories (indicateurs comptables, économiques ou boursiers).

**Figure N°4 : Evolution des indicateurs financiers**



Source : Vernimmen Pierre (2018), P 490

### 1 La valeur intrinsèque

Mesurer la création de valeur intrinsèque a été l'objet de toutes les discussions autour du monde. Elle est devenue cruciale depuis que les entreprises sont de plus en plus engagées à créer de la valeur actionnariale.

#### 1-1 Les indicateurs de rentabilité

Avant de présenter les indicateurs de mesure de création de valeur basés sur la rentabilité d'entreprise il nous apparaît nécessaire de donner la définition de rentabilité. Selon C.Hoarau<sup>43</sup> 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* ».

##### 1-1-1 ROE (Return on Equity)

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

$$ROE = \frac{\text{Résultats net}}{\text{Capitaux propres}}$$

Même si le ROE peut sembler plus attrayant, aucune valeur réelle n'a été créée puisque l'augmentation de la rentabilité est annulée par un risque plus élevé non reflété dans les données comptables. En plus, il est possible d'exploiter également cette valeur, puisqu'une entreprise peut augmenter son ROE en augmentant habilement son niveau d'endettement. Si la tâche de la direction est le ROE particulier, le dirigeant peut accepter le mauvais projet, qui est financé par la dette, et rejeter le bon s'il est financé par les fonds propres (Stewart, 1991)<sup>44</sup>.

##### 1-1-2 BPA (Bénéfice par actions)

Le Bénéfice par action (BPA) reste encore l'outil auquel se réfèrent beaucoup de financiers d'entreprise pour l'évaluation d'une entreprise cotée. De façon simple, il mesure le bénéfice après impôts dégagé pour chaque action ordinaire. Le BPA est calculé en rapportant le résultat net réalisé à la somme des actions apportée par les actionnaires de l'entreprise.

$$BPA = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Nombre d'actions ordinaires}}$$

D'après Vernimmen P et al (2018)<sup>45</sup>, l'utilisation du bénéfice par action est cependant fondée sur trois méprises : « croire que le bénéfice par action prend en compte le coût des capitaux et donc le risque, croire que les données comptables ont une influence sur la valeur

---

<sup>43</sup>Hoarau C., « Analyse et évaluation financière des entreprises et des groupes », éd Vuibert, Paris, 2008, P172

<sup>44</sup> Stewart G. B., « The quest for value: the EVA™ management guide », Harper business, New York, 1991.

<sup>45</sup> Vernimmen P., Quiry P., Dallochio M., Fur Y., Salvi A., «Corporate finance: theory and practice», Willey, West Sussex, 2018, P 490.

## Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.

de l'entreprise, croire que toute décision financière qui tend à augmenter le bénéfice par action fait croître la valeur ».

Cependant, selon Rappaport (1998)<sup>46</sup>, les bénéfices nets ne reflètent pas la réelle image de la performance de l'entreprise pour les raisons suivantes :

- Cela dépend beaucoup des principes comptables tels que diverses méthodes d'amortissement et de détermination des intérêts ;
- Il ignore la valeur temporelle de l'argent ;
- Les bénéfices n'incluent pas le coût d'opportunité des capitaux propres.

En plus le BPA est également très facile à manipuler en améliorant la présentation des comptes en régulant les éléments exceptionnels, les provisions, etc.

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

Si ces trois conditions sont respectées, alors on pourra assimiler croissance du BPA et création de valeur. Par contre, si l'une d'entre elles au moins n'est pas respectée, il n'est absolument pas possible de comparer les BPA et de dire que la croissance témoigne d'une création de valeur et leur baisse d'une destruction de valeur<sup>47</sup>.

### 1-1-3 Le ROA (Return On Assets)

La rentabilité économique, appelée Return On Assets (ROA) ou rentabilité des capitaux investis (ROIC) ou encore rentabilité des capitaux employés (ROCE), est l'une des mesures les plus populaires que les entreprises utilisent dans leurs rapports comme l'une des mesures clés du succès, et il reste l'un des principales mesures de la performance. 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. Le calcul du ROA est exprimé sous les formules suivantes<sup>48</sup> :

$$ROA = \frac{\text{Bénéfice Avant Intérêts, Impôts et Amortissements (BAIIA)}}{\text{Capitaux Employés}}$$

Ces mesures sont critiquées pour sa faible corrélation avec la création de valeur actionnariale. Par conséquent, de nouvelles méthodes de valorisation sont nécessaires pour mesurer la création de valeur actionnariale.

<sup>46</sup> Rappaport A., « Creating shareholder value: The new standard for business performance », The Free Press A Division of Simon and Schuster I NC, New York, 1998.

<sup>47</sup> Vernimmen P., Quiry P., Dallochio M., Fur Y., Salvi A., «Corporate finance: theory and practice», Willey, West Sussex, 2018, P 491.

<sup>48</sup> Vernimmen P., Quiry P., Dallochio M., Fur Y., Salvi A., «Corporate finance: theory and practice», Willey, West Sussex, 2018.

## Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.

L'augmentation du ROA n'est pas une garantie de création de valeur pour l'actionnaire bien qu'elle soit l'une des mesures les plus populaires. On considère que la valeur actionnariale est créée si le ROA est supérieur au CMPC. Mais comme Rappaport l'a mentionné, c'est comme « comparer des oranges avec des pommes » (Rappaport, 1998). Le ROA est un rendement comptable et le coût du capital est un rendement économique exigé par les investisseurs. Le ROA est la mesure sur une seule période et ne prend pas en compte les événements au-delà de la période actuelle.

### 1-2 Les indicateurs financiers

Les indicateurs financiers sont apparus avec la prise de conscience que la rentabilité ne peut pas mesurer pleinement la valeur car elle ne prend pas en compte les risques. Pour mesurer la valeur, les rendements doivent également être comparés au coût du capital employé. En utilisant le coût de financement d'une entreprise, appelé coût moyen pondéré du capital (CMPC), il est possible d'évaluer si de la valeur a été créée (lorsque la rentabilité des capitaux employés est supérieure au coût des capitaux employés) ou détruite (lorsque la rentabilité des capitaux employés est inférieure au coût du capital employé).

#### 1-2-1 La valeur actuelle nette (VAN)

La notion de valeur, telle que nous l'avons définie correspond parfaitement à l'outil de la valeur actuelle nette. La VAN fournit la mesure exacte de la valeur créée<sup>49</sup>. La valeur actuelle nette reflète la manière dont l'allocation des ressources de l'entreprise a conduit à la création ou à la destruction de valeur. La formule de calcul de la VAN est donnée ci-après<sup>50</sup> :

$$VAN = \sum_{t=1}^N \frac{Cash\ flow_t}{(1 + CMPC)^t} - Investissement\ initial$$

La valeur créée est donc égale à la différence entre les capitaux employés et sa valeur comptable. La valeur comptable est le montant des fonds investis dans les opérations de l'entreprise.

$$\text{Création de valeur} = \text{valeur d'entreprise} - \text{valeur comptable des capitaux employés.}$$

Cet indicateur évolue au gré des anticipations des investisseurs qui cherchent à déterminer la rente qui, perdurant sur certaine durée, permet à l'actif économique de l'entreprise de valoir plus que son montant comptable. Ce critère est le plus utilisé dans le choix d'un investissement par les directeurs financiers des entreprises.

Cependant cet indicateur présente des limites, comme on le voit dans la formule, l'exactitude de la VAN repose en grande partie sur le choix du taux d'actualisation, malgré toutes les précautions possibles il est prévisible qu'il y ait des erreurs tellement il est difficile à estimer. En plus dans la réalité le calcul de la valeur actuelle (s'étendant sur plusieurs périodes) est remarquablement long et complexe, c'est pourquoi on a fréquemment recours à des simplifications (hypothèse de perpétuité, annuité, ...) qui même si elles permettent de pouvoir appliquer la méthode la biaisent quelque peu et peuvent parfois induire en erreur.

<sup>49</sup>Vernimmen P., Quiry P. et le fur Y., « Finance d'entreprise », Dalloz, Paris, 2015, P 634

<sup>50</sup> Vernimmen P., Quiry P., Dallochio M., Fur Y., Salvi A., «Corporate finance: theory and practice», Willey, West Sussex, 2018.

## Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.

### 1-2-2 Cash-Flow Return On Investment (CFROI)

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

En fait, les CFROI peuvent être définis comme le rapport entre la valeur des flux de trésorerie d'exploitation (Operating Cash-Flow OCF ou Cash-Flow d'Exploitation CFE) actualisées au coût moyen pondéré du capital (CMPC), qui représente la moyenne des coûts des capitaux engagés : capitaux propres et dettes financières nettes pour l'exploitation de l'entreprise), et le montant des actifs économiques bruts (AEB) engagés dans le projet soit<sup>51</sup> :

$$CFROI = \frac{\sum_{t=1}^N CFE_t \times (1 + CMPC)^{-t}}{AEB}$$

Si le CFROI est supérieur au CMPC après avoir pris en considération l'inflation, l'entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires. Dans le cas où l'écart est négatif, l'entreprise est destructrice de valeur.

Etudier la performance d'une entreprise en généralisant les techniques de choix d'investissement ou de financement de projets à un niveau global est l'objectif du CFROI. C'est pour cela que l'entreprise dans l'approche CFROI est considérée comme un seul investissement dont le montant initial est obtenu par le calcul de la valeur brute<sup>52</sup> de l'actif économique ajusté de l'inflation.

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

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

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

Malgré le succès qu'elle rencontre, l'approche CFROI présente tout de même quelques limites. Le calcul du CFROI fait appel à des retraitements comptables nombreux qui sont indispensables à l'efficacité de la méthode. Une critique plus grave encore montre que les dirigeants peuvent faire augmenter le CFROI tout en baissant la valeur de l'entreprise. On peut distinguer plusieurs dysfonctionnements :

- Réduire l'investissement brut : la valeur dégagée étant le produit des capitaux engagés (CE) et du CFROI, il devient possible d'accroître le CFROI mais de finir avec une faible création de valeur.

<sup>51</sup> Vernimmen P., Quiry P., Dallochio M., Fur Y., Salvi A., «Corporate finance: theory and practice», Willey, West Sussex, 2018.

<sup>52</sup>L'actif économique brut est le montant des capitaux investis augmenté des amortissements cumulés. En fait, avec l'inflation, l'actif est comme capitalisé, au taux de cette dernière : valeur de l'actif \* (1+taux d'inflation), pour annuler cette opération on divise la valeur de l'actif sur (1+ taux d'inflation).

## Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.

- Sacrifier la croissance future : Le CFROI se concentre sur les actifs existants sans intégrer la croissance future. Si les dirigeants décident d'augmenter le CFROI aux dépens de la croissance future, on aura une réduction de la valeur.
- La gestion du risque : Bien que le CFROI soit comparé au coût réel du capital pour savoir si la firme crée ou non de la valeur, il n'en reste pas moins que l'évaluation de la firme se base sur les cash-flows futurs. Même si la firme augmente l'écart entre le CFROI et le coût du capital, elle peut détruire de la valeur si le fait d'avoir un coût du capital supérieur au présent excède un CFROI plus important.

On ne peut donc pas se fier aveuglément à une augmentation du CFROI pour conclure que la firme a créé de la valeur, il faut prendre en compte le coût d'une croissance faible, d'un risque plus fort.

### 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 est un concept de mesure de la performance introduit dans le monde des affaires dans les années 1920, par la General Motors Corporation, puis oublié jusqu'à ce que Stern Stewart Company, une société de conseil basée à New York, le réintroduit dans les années 80 en remplacement de la mesure traditionnelle de la création de valeur. C'est une mesure de la performance de l'entreprise qui diffère de la plupart des autres en incluant une charge sur le bénéfice pour le coût de tout le capital que l'entreprise emploie. Il cherche à mesurer la richesse créée par l'entreprise au cours de chaque exercice.

Le profit économique ou EVA mesure d'abord l'excédent du ROCE sur le coût moyen pondéré du capital. Ensuite, pour déterminer la valeur créée au cours de la période, le ratio est multiplié par la valeur comptable des capitaux employés au début de la période en cours. Ainsi, une entreprise qui avait une valeur comptable d'ouverture des capitaux employés de 1000 dinars et un rendement après impôt des capitaux employés de 15% avec un CMPC de seulement 10% aura gagné 5%. Elle aura créé une valeur de 50 dinars sur des fonds de 1000 dinars investis pendant la période. L'EVA est calculé à partir de la formule suivante<sup>53</sup> :

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

Avec :

ROCE : rentabilité des capitaux investis.

CMPC : coût moyen pondéré du capital.

CI : capitaux investis dans l'entreprise.

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

---

<sup>53</sup> Vernimmen P., Quiry P., Dallochio M., Fur Y., Salvi A., «Corporate finance: theory and practice», Willey, West Sussex, 2018.

## Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.

- EVA > 0 : création de valeur pour l'actionnaire ;
- EVA < 0 : destruction de valeur pour l'actionnaire ;
- EVA = 0 : pas de création ni destruction de valeur.

L'EVA est lié à la valeur actuelle nette, car la VAN est la somme des profits économiques actualisés au coût moyen pondéré du capital. L'aspect innovant de l'EVA est qu'il identifie le niveau de revenu auquel la valeur est créée. Cependant, rien ne garantit qu'un EVA élevé sur un exercice conduit systématiquement à une création de richesse à long terme.

### 2 La valeur boursière

Il a été plusieurs fois démontré que la création de valeur intrinsèque est le principal moteur de la valeur marchande des entreprises. Les modèles d'évaluation de la création de valeur boursière les plus populaires sont le TSR (Total Shareholder Return), la MVA (Market Value Added).

#### 2-1 Total Shareholder Return (TSR)

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

La formule permettant son calcul pour une période donnée (un exercice par exemple) est la suivante<sup>54</sup> :

$$TSR = \frac{\text{Cours du titre fin d'année} - \text{Cours du titre début d'année} + \text{Dividende}}{\text{Cours début d'année}}$$

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

Bien que la TSR ait de nombreux mérites, elle présente également plusieurs inconvénients. Les cours des actions sont déterminés par de nombreux facteurs autres que la performance de la gestion au cours de la période d'un à trois ans au cours de laquelle le TSR est généralement mesuré dans le but d'évaluer la performance, une grande partie de l'évolution du cours de l'action d'une entreprise sera déterminée par le marché dans son ensemble ou par le secteur dans lequel elle opère. Si la performance est mesurée sur la seule base du TSR, les managers peuvent être récompensés ou pénalisés pour des événements indépendants de leur volonté.

De plus, les cours des actions à court terme sont davantage déterminés par les différences entre les performances réelles et les attentes du marché et par l'évolution de ces attentes, que par le niveau de performance en soi.

---

<sup>54</sup>Vernimmen P., Quiry P., Dallochio M., Fur Y., Salvi A., «Corporate finance: theory and practice», Willey, West Sussex, 2018.

### 2-2 L'indicateur MVA

Le TSR mesure la performance par rapport aux attentes des marchés financiers et l'évolution de ces attentes ; le MVA, quant à lui, mesure la vision des marchés financiers des performances futures par rapport au capital investi dans l'entreprise et donc évalue les attentes concernant le niveau absolu de la performance. Le MVA comme l'EVA a été développé par le Cabinet américain Stern et Stewart. Le MVA représente la différence entre la valeur des capitaux propres et de la dette nette, et la valeur comptable des capitaux employés.

$$MVA = VM - VC$$

Avec :

VM : la valeur de marché des capitaux investis (Capitalisation boursière pour les entreprises cotées) ;

VC : la valeur comptable des capitaux investis VC (les capitaux apportés par investisseurs pour une période donnée).

Si MVA est positive, on peut dire que l'entreprise est créatrice de valeur, c'est-à-dire que sa capitalisation boursière est supérieure à la valeur bilancielle des capitaux propres. Elle en détruit dans le cas contraire (capitalisation boursière est inférieure à la valeur comptable des capitaux propres). Autrement, on peut dire qu'une MVA positive indique que le marché est optimiste et qu'il est prêt à payer le prix actuellement coté sur celui-ci car il anticipe que l'entreprise va créer de la richesse au-delà du coût du capital. En revanche, une MVA négative traduit un manque de confiance du marché dans le management qui prévoit une rentabilité insuffisante compte tenu du coût des capitaux engagés. Pour atteindre l'objectif de la maximisation de la valeur, l'entreprise doit se focaliser sur la maximisation de la MVA.

Il est possible de relier la MVA à l'EVA car la MVA n'est autre que la valeur actualisée des EVA futurs, soit<sup>55</sup> :

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

La MVA reflète bien la manière dont la direction a positionné l'entreprise sur le long terme, car la valeur de marché intègre la valeur actuelle des bénéfices attendus à long terme. La MVA est automatiquement ajustée en fonction du risque car les valeurs de marché d'une entreprise intègrent le jugement de l'investisseur sur le risque ainsi que sur la performance. C'est pourquoi le MVA peut servir à comparer les performances des entreprises des différentes industries.

Une faiblesse majeure de cette mesure est qu'elle peut afficher une destruction de valeur en raison de la baisse des attentes des investisseurs concernant les bénéfices futurs, même si le rendement du capital investi de l'entreprise est supérieur à son coût du capital.

Enfin, la MVA est une mesure de performance externe par le marché.

---

<sup>55</sup> Vernimmen P., Quiry P. et le fur Y., « Finance d'entreprise », Dalloz, Paris, 2015, P 637

## Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.

---

On peut alors conclure qu'il est possible de diviser les indicateurs en des mesures basées sur la comptabilité, telles que le rendement sur investissement, ROE, BPA, des mesures économiques telles que le profit économique (EVA) et boursières telles que (MVA). Certains d'entre eux sont considérés comme mieux que d'autres. Les consultants de McKinsey, Copeland et al (2000) déclarent que les mesures économiques sont préférables aux mesures comptables parce qu'il est plus facile de comprendre les inducteurs de valeur, et deuxièmement, le flux de trésorerie est le moteur de la performance du cours des actions. D'autres auteurs comme Vernimmen (2016) sont d'accord avec l'affirmation suivante : il est possible de parler de la création de valeur pour les actionnaires quand et seulement quand l'entreprise obtient un taux de rendement sur les nouveaux investissements plus élevé que le taux que les investisseurs pourraient s'attendre à gagner en investissant dans des titres alternatifs tout aussi risqués.

L'idée principale de toutes ces mesures est d'aider les gestionnaires à prendre des décisions qui permettent à l'entreprise à créer de la valeur et orienter tous les collaborateurs vers la création de valeur.

### Conclusion

Tout au long de ce chapitre, nous avons présenté les différents attributs qui ont lien avec la création de valeur. Dans la première section, on a bien noté que la séparation de la propriété et du contrôle, et la divergence potentielle des intérêts des propriétaires et des dirigeants, sont les principales raisons pour lesquelles un système de gouvernance d'entreprise est nécessaire. A travers l'analyse des différentes théories on a compris que l'efficacité de la gouvernance dépend par conséquent de la capacité de ses propres dispositifs à garantir la convergence d'intérêts entre dirigeant et autres partenaires lors de toute prise de décision de création et/ou de répartition de la valeur. Tout cela a solidifié notre compréhension sur le fait que le système de gouvernance joue un rôle déterminant dans l'amélioration de l'efficacité de l'organisation dans la création de la valeur, ainsi qu'au niveau de la réorganisation de l'entreprise afin de maximiser la richesse aux actionnaires.

Après avoir analysé les différentes sources de financement disponibles pour une entreprise et leurs liens avec la création de valeur, on a remarqué qu'au-delà d'une préférence générale en faveur de l'autofinancement ou de la dette en lieu et place de l'émission d'actions, il n'y a pas de prédictions claires quant à l'existence d'une structure financière optimale. En effet, la seule conclusion possible est que, en cas de sélection adverse, les dirigeants prennent une décision qui est fonction de leur appréciation personnelle tenant en compte l'environnement que l'entreprise s'opère et le degré d'asymétrie d'information.

Les dividendes constituent une composante importante de la rentabilité et un élément fondamental dans l'évaluation des entreprises par le marché. Quant à la politique de dividende optimale, il est très difficile de généraliser l'ensemble des différents modèles et de percevoir une tendance quant aux déterminants de la politique de dividende. Les dirigeants disposent de la possibilité de choisir l'une des politiques de dividendes à condition que la valeur actualisée des dividendes anticipés, amputée des nouvelles émissions d'actions, soit inférieure aux résultats nets anticipés de l'investissement.

On a en plus présenté les différents modèles qui permettent de mesurer la création de valeur. Les différents indicateurs de la performance économique et de la valeur boursière sont

## Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur.

complémentaires plutôt que contradictoires. Au-delà de leur présentation nous voulions aussi attirer votre attention sur leur limite et la difficulté, dangerosité de leur interprétation. Les deux principaux problèmes pour ces modèles résident dans l'horizon inter temporel et les difficultés de mesure. En effet les mesures boursières malgré leur simplicité de calcul restent soumises à la volatilité des marchés et perdent ainsi en pertinence.

Enfin, l'analyse des perspectives future de croissance et de marchés reste indispensable comme celle de son équilibre financier à terme. En effet, connaître la situation sur le marché, permet d'orienter ou de réorienter la stratégie en fonction des besoins identifiés et d'interagir adéquatement avec les diverses parties prenantes.

Notre recherche ne se limite pas à l'aspect théorique des décision financières et la création de la valeur, elle est complétée par une étude empirique du cas de « GROUPE SAIDAL », dont l'objectif est de mettre en application les développements théoriques et comprendre empiriquement l'impact de ces décisions à la création de valeur.

Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL  
comme illustration des développements  
théoriques

# **Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique**

---

## **Introduction**

Notre travail théorique avait pour point de départ une situation dans laquelle des hypothèses restrictives permettent de justifier théoriquement l'indifférence du niveau d'endettement sur la valeur de la firme, par la suite la théorie économique évolue vers des modèles mettant l'accent sur la fiscalité, les coûts de faillite et les asymétries informationnelles. Ainsi, le choix entre dette et fonds propres s'effectue en fonction de l'arbitrage lié à l'importance du risque de défaut de l'entreprise. Dans le cadre de la théorie de l'agence, par exemple, l'endettement permet de minimiser les sources de conflits au sein de l'entreprise mais peut également en créer d'autres.

Finalement, le caractère peu opérationnel de ces théories a permis l'émergence de raisonnements laissant un peu plus de place à l'observation, plusieurs hiérarchies des moyens de financement sont ainsi utilisables en fonction de critère de maximisation du dirigeant « pecking order ». Tous ces développements montrent que le problème du choix de financement des activités de l'entreprise, indifféremment de sa taille, est assez complexe. En effet, la théorie éprouve de sérieuses difficultés à édicter des règles générales de gestion d'endettement.

A l'aide de deux premiers chapitres, nous avons exposé les théories en faveur de la création de valeur actionnariale, la gouvernance, les décisions financières et la création de valeur et les modèles de mesure de la création de valeur exclusivement à travers une revue de la littérature. Mais qu'en est-il en pratique ?

Une étude sur le terrain s'impose pour mieux comprendre les implications de la gouvernance et des décisions financières sur la création de valeur actionnariale et aussi de comprendre comment les différents modèles développés pour mesurer la création de valeur sont appliqués. Dans ce sens, le Groupe SAIDAL constitue un sujet d'étude intéressant alors nous l'avons choisi comme notre lieu de stage. Puisque dans notre recherche, nous nous intéressons à la valeur intrinsèque et la valeur boursière d'une entreprise cotée en bourse, nous avons également effectué un stage pratique au niveau de la Bourse d'Alger afin de bien comprendre le fonctionnement du marché boursier et la manière dont la valeur boursière d'une entreprise est déterminée

A travers ce chapitre nous allons présenter l'entreprise Groupe SAIDAL et la Bourse d'Alger, faire une étude de type avant et après l'introduction en bourse du Groupe SAIDAL et en dernier lieu, nous allons faire une analyse des résultats.

## **Section 1 : Présentation générale du Groupe SAIDAL**

Cette section a été réalisée à l'aide des informations que nous avons recueilli chez le Groupe SAIDAL et chez la Bourse d'Alger. Le Groupe SAIDAL est une société par actions, au capital de 250 000 0000 dinars algériens avec 80% de ce capital détenu par l'Etat et les 20% restants cédés par le biais de la bourse à des investisseurs institutionnels et à des personnes physiques depuis 1999. Le groupe SAIDAL est le leader de fabrication des médicaments et des produits assimilés sur le marché algérien. Il est organisé en groupe industriel et a pour mission de développer, de produire et de commercialiser des produits pharmaceutiques à usage humain. Le groupe SAIDAL a pour objectif stratégique de

## **Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique**

---

consolider sa position de leader dans la production des médicaments génériques et de contribuer à la concrétisation de la politique nationale du médicament mise en œuvre par les pouvoirs publics.

Pour bien répondre à notre problématique, nous avons choisi cette entreprise publique algérienne cotée à la bourse d'Alger dont les caractéristiques nous permettent de vérifier facilement, d'une manière non ambiguë, les hypothèses de notre recherche. En plus, nous avons été encouragés à valider ce choix par l'aisance dans la collecte des données et la transparence de Groupe SAIDAL en matière de communication financière. En effet, le Groupe publie périodiquement et sur une base annuelle des rapports d'activités qui contiennent des informations détaillées concernant son activité, sa situation financière, son système de gouvernance, son capital et son actionnariat.

### **1 Historique du Groupe SAIDAL**

Le Groupe SAIDAL a été créé en avril 1982 suite à la restructuration de la Pharmacie Centrale Algérienne (PCA) et a bénéficié, dans ce cadre, du transfert des usines d'El-Harrach, de Dar El Beida et de Gué de Constantine. Il lui a été également transféré en 1988, le Complexe Antibiotiques de Médéa dont la réalisation venait d'être achevée par la SNIC (Société Nationale des Industries Chimiques)

En 1989 suite à la mise en œuvre des réformes économiques, SAIDAL est devenue une entreprise publique économique dotée de l'autonomie de gestion.

En 1993, des changements ont été apportés aux statuts de l'entreprise, lui permettant de participer à toute opération industrielle ou commerciale pouvant se rattacher à l'objet social par voie de création de sociétés nouvelles ou de filiales.

En 1997, la société SAIDAL a mis en œuvre un plan de restructuration qui s'est traduit par sa transformation en groupe industriel regroupant trois filiales (Pharmal, Antibiotical et Biotic).

En 2009, SAIDAL a augmenté sa part dans le capital de SOMEDIAL à hauteur de 59%. En 2010, elle a acquis 20 % du capital d'IBERAL et sa part dans le capital de TAPHCO est passée de 38,75% à 44,51%.

En 2011, SAIDAL a augmenté sa part dans le capital d'IBERAL à hauteur de 60%.

En janvier 2014, SAIDAL a procédé par voie d'absorption, à la fusion de ses filiales détenues à 100% : Pharmal, Antibiotical et Biotic.

### **2 Organisation du Groupe SAIDAL**

Depuis sa naissance, le groupe s'occupe de trois filiales de production et deux unités de service. Il s'agit des filiales : Antibiotical située à Médéa ; Pharmal composée de trois unités de production (Dar El-Beida, Constantine et Annaba) ; Biotic composée aussi de trois unités de production (Gué de Constantine, El-Harrach et Cherchell) et des unités : centre commerciale située à El-Harrach et de recherche en médicaments et techniques pharmaceutiques, transformée en 1999 en un centre de développement et de recherche (CRD).

# Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

---

## 2-1 La direction générale du groupe

La structure décisionnelle regroupant les Directeurs centraux :

- Direction de l'Audit Interne ;
- Direction de la Gestion des Programmes ;
- Direction de la Stratégie et de l'Organisation ;
- Direction du Marketing et de Ventes ;
- Centre de Recherche et Développement ;
- Centre de la Bioéquivalence ;
- Direction des Achats ;
- Direction de l'Assurance Qualité ;
- Direction des Affaires Réglementaires ;
- Direction des systèmes d'information ;
- Direction de Finance et de la Comptabilité ;
- Direction du Patrimoine et des Moyens Généraux ;
- Direction de la Communication ;
- Direction des Opérations ;
- Direction du Développement Industriel ;
- Direction des Ressources Humaines ;
- Direction Juridiques.

## 2-2 Les sites de production

Le Groupe SAIDAL est composé de six sites de production situés à Alger (Dar El Beida, El Harrach et Gue de Constantine), Médéa, Constantine et Annaba. Ces usines totalisent une production moyenne annuelle de 140 millions d'unités ventes.

## 2-3 Les centres de distribution

Dotés de moyens logistiques forts appréciables et d'un potentiel humain jeune, dynamique et spécialisé, SAIDAL a des centres de distribution qui assurent la distribution de ces produits à travers tout le territoire national.

**Centre de distribution Centre :** créé en 1996, il fut le premier centre de distribution du Groupe SAIDAL. Il visait la commercialisation et la distribution de tous les produits de Groupe à partir d'un même point de vente. Les résultats obtenus ont permis de créer deux autres centres de distribution à Batna et à Oran.

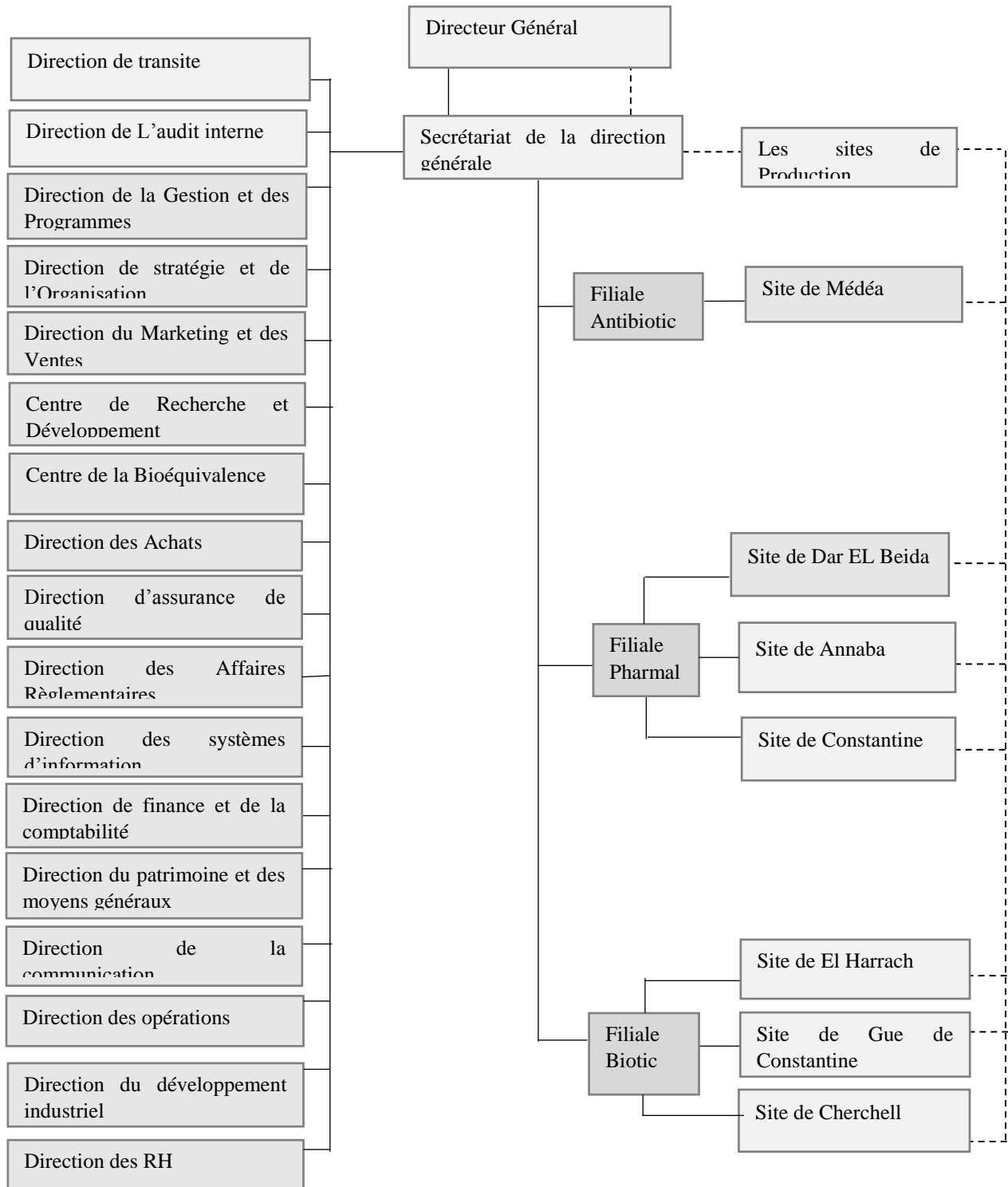
**Centre de distribution Est :** ce centre a été créé en 1999 à Batna et il assure la commercialisation des produits SAIDAL dans la région de l'Est.

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

**Centre de distribution Ouest** : il a été créé en 2000 afin d'assurer une meilleure distribution des produits dans la région de l'Ouest.

L'organisation du Groupe SAIDAL est résumée dans la figure N°5 ci-dessous.

**Figure N°5 : Organigramme du Groupe SAIDAL**



Source : Notice information du Groupe SAIDAL (du 1998 au 2004), page 16

## **Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique**

---

### **3 L'origine et les objectifs de l'introduction en bourse**

Parmi tous les événements qui ont marqué le Groupe SAIDAL, son admission à la côte est connue comme l'événement majeur étant donné qu'il a donné naissance au changement de la structure organisationnelle au sein du Groupe.

#### **3-1 L'origine de l'introduction de SAIDAL en bourse**

L'introduction en bourse d'une part du capital du Groupe SAIDAL a été décidée par le Conseil d'Administration à l'assemblée générale extraordinaire du 22 juin 1998. Conformément à la décision du conseil national des participations de l'Etat lors de sa réunion du 18 juin 1998, dans le cadre du processus de privatisation et de l'ordonnance n°95/22 du 26 août 1998 relative à la privatisation des entreprises publiques éligibles au programme de privatisation adopté par le gouvernement, notamment ses articles 25 et 26, le Groupe SAIDAL a cédé 20% de son capital représentant 2000000 actions au prix fixe de 500 DA en 1999 comme mentionné précédemment<sup>56</sup>.

#### **3-2 Les objectifs de l'introduction de SAIDAL en bourse**

Les principaux objectifs de l'introduction en bourse de SAIDAL sont les suivants :

- Privatisation partielle de la société et cession de sa gestion publique ;
- Permettre au groupe d'avoir une renommée nationale et internationale ;
- Réaliser des contrats de partenariats avec les grandes firmes économiques étrangères ;
- Faciliter le financement dans les conditions adéquates dans le long terme ;
- Augmenter son effort commercial et marketing.

### **4 Présentation de bourse d'Alger**

La Bourse d'Alger est le seul marché officiel des actions en Algérie. Alors, la Bourse d'Alger et le Groupe SAIDAL sont deux entreprises indissociables surtout quand on parle de l'admission à la côte du Groupe SAIDAL.

La Bourse d'Alger, dénommée "Société de gestion de la bourse des valeurs mobilière" (SGBV), a été créée en 1997 composée de six banques publiques que compte le pays (BDL, BEA, BADR, CPA, BNA et CNEP) comme actionnaires.

Elle comprend, en vertu du décret législatif 93-10 du 23 mai 1993 qui la régit, les organismes suivants :

- Une Société de gestion de la Bourse des valeurs.
- Un dépositaire central des titres dénommé « Algérie Clearing », une société par actions détenue par les banques et les sociétés cotées.
- Des intermédiaires en opérations de Bourse.

---

<sup>56</sup> Notice information du Groupe SAIDAL (du 1998 au 2004), Page 4

## **Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique**

---

-Une Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB) qui constitue l'autorité de régulation du marché des valeurs mobilières.

Actuellement, la Bourse d'Alger compte cinq titres qui sont El Aurassi, Saidal (faisant l'objet de notre recherche), Alliance assurance, NCA Rouïba et Biopharm<sup>57</sup>.

Notre étude ne se limite à la présentation du Groupe SAIDAL, elle nécessite une analyse approfondie des données financière de ce Groupe. Ceci fera objectif de la section suivante.

### **Section 2 : Présentation de l'évolution des indicateurs de valeur en sein de Groupe SAIDAL**

Le changement de la structure organisationnelle par le Groupe SAIDAL suivant l'ouverture de capital à la marché boursière nous offre l'occasion de vérifier l'impact de la mise en œuvre de nouveaux mécanismes sur la valeur. Etant donné que l'introduction en bourse de groupe SAIDAL est le grand événement qui a incité l'entreprise à changer la structure organisationnelle, il nous apparaît très approprié de calculer les indicateurs de la création de valeur avant et après la cotation.

Étant donné que les décisions stratégiques impactent une entreprise à long terme, nous allons porter notre étude sur l'évolution des indicateurs de la création de valeur sur 23ans : de l'année précédant la cotation (1998), car le Groupe SAIDAL est né en 1998 elle n'a pas établi de comptes consolidés avant 1998), jusqu'à 22 ans après en tenant de compte l'année de cotation (1999). Avant de discuter des résultats de l'analyse statistique empirique, il est important de commenter la distribution de chacune des variables analysées sur la période de l'étude. Nous allons dans cette section mettre en pratique quelques outils techniques déjà développés dans la partie théorique en procédant au calcul de la valeur créée au sein de l'entreprise SAIDAL.

Dans cette section, nous allons voir l'impact des décisions financières sur la valeur intrinsèque et la valeur boursière de Groupe SAIDAL comme mesuré par le ROA, ROE, EVA, MVA et le TSR. Les variables sont divisées en deux groupes : les variables dépendantes et les variables indépendantes.

#### **1 Variables explicatives ou variables indépendantes**

Les variables indépendantes constituent le ratio d'endettement, le ratio de capitaux propres, l'impôt et les opportunités de croissance. Dans la cadre de cette étude nous allons étudier les variables quantitatives.

##### **1-1 Le ratio d'endettement et le ratio de capitaux propres**

Plusieurs mesures du niveau d'endettement des entreprises existent dans la littérature. Il nous apparaît nécessaire de retenir le ratio d'endettement total dans notre recherche. Nous

---

<sup>57</sup> <https://www.aps.dz/economie/90391-presentation-de-la-bourse-d-alger> consulte le 9 Aout 2021 à 10h

## **Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique**

---

allons employer la valeur comptable de la dette pour au moins deux raisons. Premièrement, des études des déterminants de la structure du capital ont montré que la différence entre les ratios obtenus avec la valeur comptable de la dette ou sa valeur de marché est négligeable. Deuxièmement, la valeur marchande de la dette est difficile à évaluer.

Dans la cadre de notre analyse, et afin d'éviter la question sur l'éventuelle substitution entre les composantes de la dette (dette à court terme, à long terme, bancaire et commerciale), nous avons défini le ratio d'endettement de la manière la plus globale possible en divisant la somme des dettes à court et à long terme par l'actif total. En outre, le ratio du capital propre représente l'autonomie de l'entreprise. Pour calculer ce ratio, on divise les capitaux propres par l'actif total.

Les calculs sont présentés dans le tableau N°2.

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

**Tableau N°2 : L'évolution du ratio du capital propre et du ratio de l'endettement (en million de DA)**

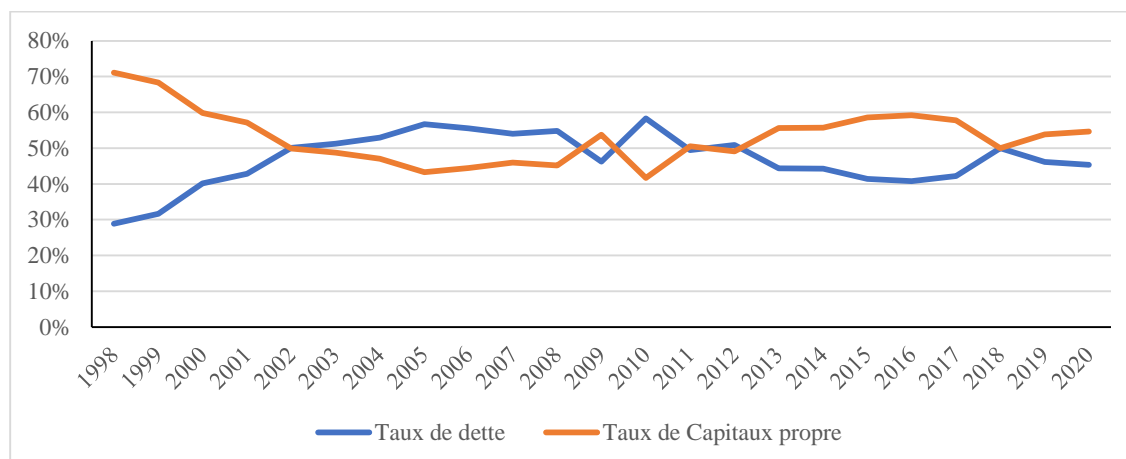
Etat de cotation	Année	Capitaux propres	Dette totale	Actif total	Taux de la dette	Taux du capitaux propres
Avant la cotation	1998	7 161	2 909	10 070	29%	71%
Année de la cotation	1999	7 134	3 301	10 435	32%	68%
Après la cotation	2000	6 490	4 348	10 838	40%	60%
	2001	6 128	4 598	10 726	43%	57%
	2002	5 550	5 563	11 113	50%	50%
	2003	5 914	6 226	12 139	51%	49%
	2004	6 108	6 882	12 991	53%	47%
	2005	6 180	8 103	14 283	57%	43%
	2006	6 302	7 889	14 191	56%	44%
	2007	6 813	7 999	14 812	54%	46%
	2008	8 297	10 088	18 386	55%	45%
	2009	12 313	10 602	22 914	46%	54%
	2010	11 786	16 466	28 251	58%	42%
	2011	13 795	13 482	27 278	49%	51%
	2012	14 747	15 275	30 021	51%	49%
	2013	16 748	13 351	30 100	44%	56%
	2014	17 591	13 997	31 588	44%	56%
	2015	20 466	14 456	34 922	41%	59%
	2016	27 464	18 927	46 391	41%	59%
	2017	27 932	20 387	48 319	42%	58%
2018	19 796	19 778	39 574	50%	50%	
2019	21 776	18 658	40 434	46%	54%	
2020	22 235	18 453	40 688	45%	55%	

**Source : Réalisé par nous même à partir des données internes à l'entreprise (du 1998 à 2012) et les informations financières publiées par la COSOB (du 2013 à 2020).**

A partir de ce tableau, on a construit le graphe suivant :

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

Figure N°6 : L'évolution du ratio de l'endettement et du ratio du capital propre



Source : Nos regroupements

L'évolution du ratio d'endettement est symétrique de celle du ratio de capital pendant la période d'étude, 50 % étant l'axe de réflexion. Le ratio d'endettement a enregistré une moyenne périodique de 53 %, tandis que nous observons une moyenne de 47 % pour le ratio de capital.

### 1-2 L'impôt

La mesure de l'influence de la fiscalité sur l'endettement des entreprises sera étudiée. La première met en évidence son effet positif à travers le ratio de l'impôt payé sur le bénéfice avant intérêt et impôt.

Les calculs sont présentés dans le tableau N°3

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

**Tableau N°3 : L'évolution du ratio de l'impôt (en million de DA)**

Etat de cotisation	Avant la	Année de la	Après la cotisation									
	cotation	cotation	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Années	1998	1999										
Résultat d'exploitation	875	943	616	755	566	1 032	1 311	865	1 220	1 412	2 109	3 593
Impôt	247	272	193	234	179	304	274	231	228	292	457	622
Ratio de l'impôt	28%	29%	31%	31%	32%	29%	21%	27%	19%	21%	22%	17%

**(Suite du tableau)**

Etat de cotisation	Après la cotisation										
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Années											
Résultat d'exploitation	1 520	2 525	2 397	2 799	1 568	1 444	2 099	1 479	1 239	805	304
Impôt	411	432	490	500	310	329	629	278	127	78	88
Ratio de l'impôt	27%	17%	20%	18%	20%	23%	30%	19%	10%	10%	29%

**Source : Réalisé par nous même à partir des données internes à l'entreprise (du 1998 à 2012) et les informations financières publiées par la COSOB (du 2013 à 2020).**

Le tableau montre un croissant du ratio d'imposition pour la période (1998-2002). De 2002 à 2020, le ratio d'imposition fluctue avec une tendance générale à la baisse. Le taux moyen déclaré est de 22% et un pic de 32% est enregistré en 2002 avec les deux points les plus faibles de 10% enregistré en 2018 et 2019. Enfin, en 2020, le ratio augmente considérablement.

### 1.3 Les opportunités de croissance

Il est prévu que les entreprises ayant des opportunités de croissance élevées ont un taux de rendement élevé, parce que ces entreprises sont capables de générer des bénéfices de l'investissement. Donc, les opportunités de croissance d'une entreprise devraient influencer positivement sur sa performance.

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

Plusieurs mesures de l'opportunité de croissance des entreprises existent dans la littérature. Mais, dans le cadre de notre analyse, nous allons utiliser le ratio de l'opportunité de croissance qui est mesurée par la variation du total de l'actif d'une année sur l'autre. Ce ratio doit nous permettre d'évaluer l'influence de la dynamique de croissance de l'entreprise sur sa valeur.

Les calculs sont présentés dans le tableau N°4

**Tableau N°4 : Détermination de la variation du total de l'actif (en Million de DA)**

Etat de cotation	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation									
Années	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Total Actif	10 070	10 435	10 838	10 726	11 113	12 139	12 991	14 283	14 191	14 812	18 386	22 914
Variation	-	4%	4%	-1%	4%	9%	7%	10%	-1%	4%	24%	25%

**(Suite du tableau)**

Etat de cotation	Après la cotation										
Années	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Total Actif	28 251	27 278	30 021	30 100	31 588	34 922	46 391	48 319	39 574	40434	40,688
Variation	23%	-3%	10%	0%	5%	11%	33%	4%	-18%	2%	1%

**Source : Réalisé par nous même à partir des données internes à l'entreprise (du 1998 à 2012) et les informations financières publiées par la COSOB (du 2013 à 2020).**

Le tableau montre la variation des actifs qui mesure les opportunités de croissance de l'entreprise. Un plafond de 33% est observé en 2016, tandis que le minimum est de -18% en 2018. La moyenne de la période d'étude est de 7%

### 2 Les variables dépendantes

Dans notre travail de recherche, le return on asset (ROA), le return on equity (ROE), la valeur économique ajoutée (EVA), la valeur marchande ajoutée (MVA) et le total shareholder return (TSR) sont considérés comme des variables dépendantes, ils sont divisées entre deux catégories : les

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

Indicateurs de création de valeur intrinsèque et les indicateurs de création de valeur boursière.

### 2-1 Indicateurs de création de valeur intrinsèque

Afin d'aboutir à des résultats correspondant à l'impact des décisions financière sur la valeur intrinsèque, nous avons utilisé les indicateurs de création de valeur intrinsèque pour évaluer la performance interne de l'entreprise (efficacité de la gestion interne). Parmi ces indicateurs, nous avons choisis de calculer : ROA, ROE, ROCE et EVA.

#### 2-1-1 Return on assets (ROA)

Nous utilisons le ROA pour mesurer la performance du Groupe SAIDAL en comparant le résultat d'exploitation qu'il génère au capital qu'il a investi dans les actifs. Plus le rendement est élevé, plus la direction est productive et efficace dans l'utilisation des ressources économiques. Pour cette étude, nous utilisons le bénéfice d'exploitation au lieu du résultat net afin d'analyser la performance interne de SAIDAL. Par conséquent, nous excluons les impôts, car il s'agit d'une variable exogène qui n'a aucun lien avec la gestion interne.

Les calculs sont présentés dans le tableau N°5

**Tableau N°5 : L'évolution du ROA (en million de DA)**

Etat de cotation	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation									
			2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Années	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Résultat d'exploitation...①	875	943	616	755	566	1 032	1 311	865	1 220	1 412	2 109	3 593
Total Actif .....②	10 070	10 435	10 838	10 726	11 113	12 139	12 991	14 283	14 191	14 812	18 386	22 914
ROA.....①/②	8,69%	9,04%	5,68%	7,04%	5,10%	8,50%	10,10%	6,06%	8,59%	9,53%	11,47%	15,68%

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

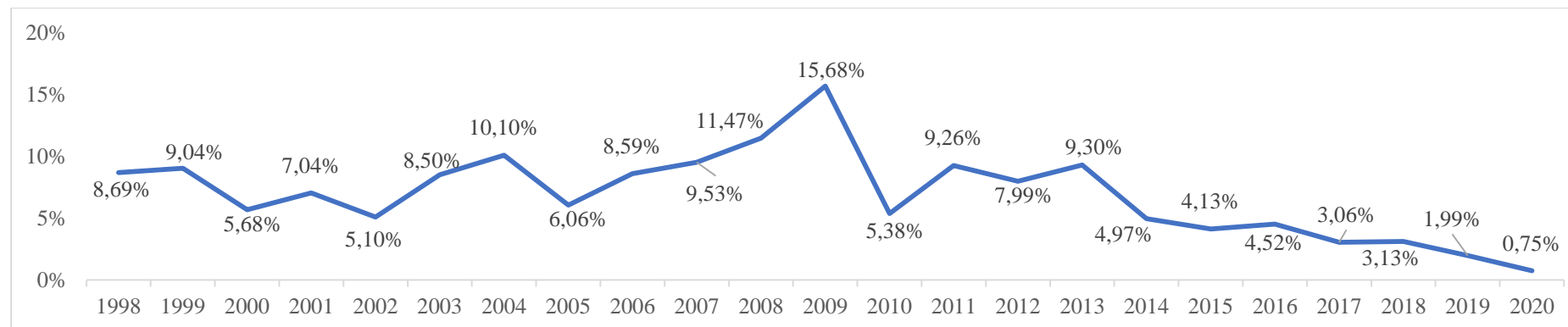
(Suite du tableau)

Etat de cotation	Après la cotation										
Années	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Résultat d'exploitation...①	1 520	2 525	2 397	2 799	1 568	1 444	2 099	1 479	1 239	805	304
Total Actif .....②	28 251	27 278	30 021	30 100	31 588	34 922	46 391	48 319	39 574	40 434	40 688
ROA.....①/②	5,38%	9,26%	7,99%	9,30%	4,97%	4,13%	4,52%	3,06%	3,13%	1,99%	0,75%

Source : Réalisé par nous même à partir des données internes à l'entreprise (du 1998 à 2012) et les informations financières publiées par la COSOB (du 2013 à 2020).

A travers ce tableau, on a effectué la présentation suivante :

Figure N°7: L'évolution du ROA de 1998 à 2020



Source : Nos regroupements

On constate une tendance à la hausse du ROA au cours de la première partie de la période (1998 - 2009) de 8,69 % en 1998 à 15,68 % en 2009. Une chute spectaculaire à 5,38 % est enregistrée en 2010, et dorénavant la tendance est progressivement en déclin. L'année 2020 a enregistré un ROA de seulement 0,75%.

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

### 2-1-2 Return on Equity (ROE)

Le ROE donne un aperçu de la manière dont la direction de l'entreprise utilise le financement par capitaux propres pour générer de la valeur pour les actionnaires. Pour le calculer, nous divisons le résultat d'exploitation par les fonds propres et nous n'utilisons pas le résultat net car il inclut l'impôt que nous considérons comme une variable exogène.

Les calculs sont présentés dans le tableau N°6

**Tableau N°6 : Evolution du ROE de 1998 à 2020 (en Millions de DA)**

Etat de cotation	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation									
			Années	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Résultat d'exploitation ...①	875	943	616	755	566	1 032	1 311	865	1 220	1 412	2 109	3 593
Capitaux propres .....②	7 161	7 134	6 490	6 128	5 550	5 914	6 108	6 180	6 302	6 813	8 297	12 313
ROE.....①/②	12,23%	13,22%	9,48%	12,33%	10,20%	17,46%	21,47%	14,00%	19,35%	20,73%	25,42%	29,18%

**(Suite du tableau)**

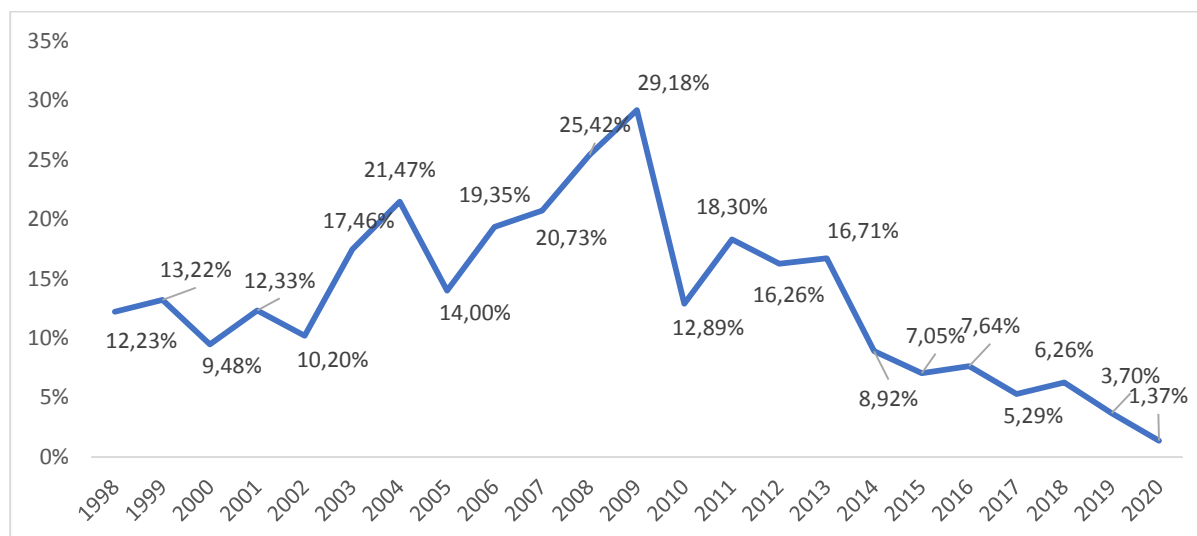
Etat de cotation	Après la cotation										
	Années	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Résultat d'exploitation ...①	1 520	2 525	2 397	2 799	1 568	1 444	2 099	1 479	1 239	805	304
Capitaux propres .....②	11 786	13 795	14 747	16 748	17 591	20 466	27 464	27 932	19 796	21 776	22 235
ROE.....①/②	12,89%	18,30%	16,26%	16,71%	8,92%	7,05%	7,64%	5,29%	6,26%	3,70%	1,37%

**Source : Réalisé par nous même à partir des données internes à l'entreprise (du 1998 à 2012) et les informations financières publiées par la COSOB (du 2013 à 2020).**

Afin de bien présenter l'évolution de ROE, on a présenté ces résultats dans le graph ci-après.

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

Figure N°8 : L'évolution du ROE de 1998 à 2020



Source : Nos regroupements

L'évolution du ROE connaît une tendance croissante de 12,23% à 29,18% pendant les années 1998 et 2009 respectivement, ce qui indique la création de valeur pour les actionnaires par l'entreprise SAIDAL. On remarque une chute brusque de 16,29% en 2010. Suite à cette dernière, l'évolution est en trajectoire décroissante montrant la dégradation de la santé financière de l'entreprise pendant ces années. On observe un ROE de 1,37% pour l'année 2020.

### 2-1-3 Valeur ajoutée économique ou EVA

L'EVA correspond à un superprofit, c'est-à-dire l'enrichissement des actionnaires au-delà de la rémunération minimale qu'ils ont exigée. Il montre clairement le lien entre les décisions stratégiques et opérationnelles et leur impact sur les rendements des actionnaires. Avant la présentation de l'EVA, on a présenté d'abord les tableaux qui montrent les calculs de ROCE et le CMPC vu qu'il est obtenu par la différence entre le taux de rendement des capitaux engagés (ROCE) et le coût du capital (CMPC), multipliée par les capitaux engagés (CI).

#### 2-1-3-1 ROCE

Dans notre étude, le ROCE nous aide à quantifier le rendement que le Groupe SAIDAL a généré grâce à l'utilisation de sa structure financière. Outre l'utilisation du ROCE pour calculer l'EVA, nous l'utilisons pour évaluer dans quelle mesure la direction de l'entreprise SAIDAL a utilisé sa structure financière pour générer de la valeur pour les actionnaires et les créanciers.

Il se calcule de la manière suivante :

$$ROCE = \frac{\text{Bénéfice avant intérêts et impôts (BAII)}}{\text{Capital employé}}$$

Où ;

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

Le bénéfice avant intérêts et impôts (BAII) représente le bénéfice que l'entreprise a réalisé, sans tenir compte des paiements d'intérêts ou d'impôts.

Le capital employé désigne le capital total disponible de l'entreprise, calculé comme suit :  
capital total = dette à court terme + dette à long terme + capitaux propres.

Les calculs sont présentés dans le tableau N°7 ci-après

### 2-1-3-2 Détermination du coût du capital (CMPC)

Le choix du financement fait le coût du capital une variable essentielle pour chaque entreprise, car il déterminera la structure du capital de l'entreprise. Le coût du capital, que l'on appelle CMPC, est le taux de rendement minimum qu'une entreprise doit obtenir avant de générer de la valeur. Avant qu'une entreprise puisse réaliser des bénéfices, elle doit au moins générer des revenus suffisants pour couvrir le coût du capital qu'elle utilise pour financer ses opérations. Lors du calcul du CMPC, toutes les sources de financement sont incluses dans le calcul et chaque source reçoit un poids relatif à sa proportion dans la structure du capital de l'entreprise. On aura alors :

$$CMPC = (K_e \times FP/CI) + (K_d \times (1 - IBS) \times DN/CI)$$

Avec :

$K_e$  = coût des fonds propres

$D$  = Dettes

$FP$  = fonds propres

$K_d$  = coût de la dette avant impôt

$IBS$  = Taux d'imposition

$CI$  =  $FP + D$

Les calculs sont présentés dans le tableau N°8 ci-après

### Le coût des fonds propres ( $K_e$ )

Bien que la méthode du MEDAF soit la méthode la plus utilisée pour calculer le coût des fonds propres, la détermination du bêta pour chaque année est un problème. Ainsi, dans cette étude, nous utilisons le modèle de croissance des dividendes de Shapiro pour déduire le coût des fonds propres. Le coût des fonds propres est calculé de la manière suivante :

$$K_e = \frac{D_v}{P} + g$$

Avec :

$K_e$  = coût des fonds propres

$D_v$  = dividende moyen

$P$  = cours moyen de l'action

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

$g$ = Taux de croissance des dividendes

Le taux de croissance des dividendes est obtenu en calculant la croissance moyenne des dividendes de l'entreprise. Il se calcule de la manière suivante :

$$g = \sqrt[n]{\frac{\text{dividende payé en 2020}}{\text{dividende payé en 1999}}} - 1$$

Où (n) représente la durée de la période qu'on a analysée.

Les calculs sont présentés dans le tableau N°8 ci-après

### Le coût de la dette (Kd)

Dans le cadre de cette étude, nous allons mesurer le coût de la dette par le ratio des intérêts payés (charges financières) sur la dette.

Les calculs sont présentés dans le tableau N°8

### Tableau N°7 : L'évolution de la ROCE (en Million de DA)

Etat de cotation	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation									
			Années	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Dette	2 909	3 301	4 348	4 598	5 563	6 226	6 882	8 103	7 889	7 999	10 088	10 602
FP	7 161	7 134	6 490	6 128	5 550	5 914	6 108	6 180	6 302	6 813	8 297	12 313
BAII	969	1 024	714	905	850	1 300	1 691	1 120	1 443	1 618	2 382	4 026
ROCE	9,6%	9,8%	6,6%	8,4%	7,6%	10,7%	13,0%	7,8%	10,2%	10,9%	13,0%	17,6%

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

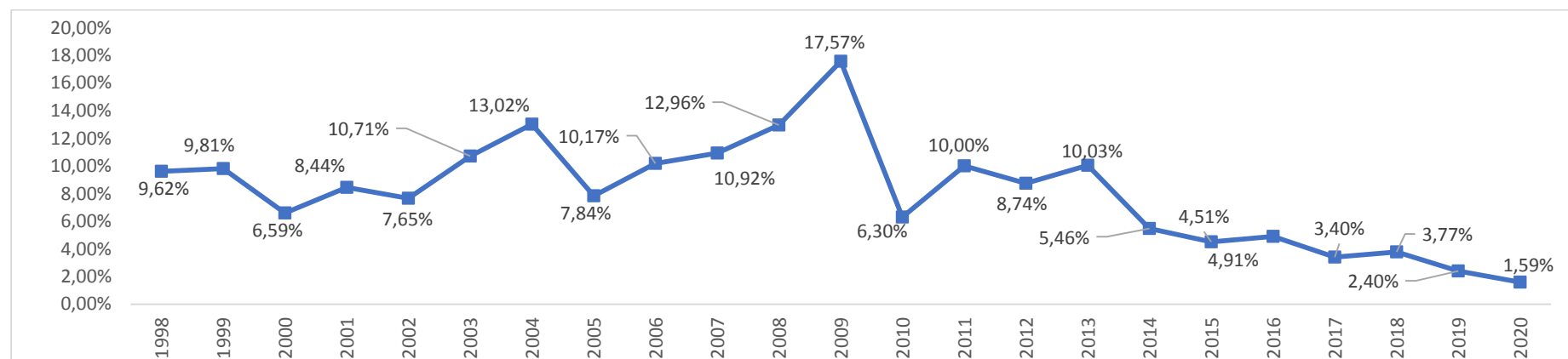
(Suite du tableau)

Etat de cotation	Après la cotation										
Années	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dette	16 466	13 482	15 275	13 351	13 997	14 456	18 927	20 387	19 778	18 658	18 453
FP	11 786	13 795	14 747	16 748	17 591	20 466	27 464	27 932	19 796	21 776	22 235
BAII	1 781	2 727	2 623	3 020	1 725	1 576	2 276	1 644	1 494	970	647
ROCE	6,3%	10,0%	8,7%	10,0%	5,5%	4,5%	4,9%	3,4%	3,8%	2,4%	1,6%

**Source : Réalisé par nous même à partir des données internes à l'entreprise (du 1998 à 2012) et les informations financières publiées par la COSOB (du 2013 à 2020).**

A partir de ces résultats, on a présenté le graphe suivant :

**Figure N°9: L'évolution de la ROCE de 1998 à 2020**



**Source : Nos regroupements**

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

Comme le montre la figure N°9, il y a eu une tendance à la hausse du ROCE au cours des premières années (1998-2009) avec 9,6% en 1998 et 17,6% en 2009 montant la création de la valeur pour les investisseurs. Une chute brutale a été enregistrée à partir de 2009-2010, le ROCE est passé de 17,6% en 2009 à 6,3% en 2010. Il a ensuite continué à baisser progressivement jusqu'à atteindre son point le plus bas en 2020 avec 1,6%.

**Tableau N°8 : Calcul du coût moyen pondéré du capital de l'entreprise « WACC »<sup>58</sup>**

	Années	Capitaux propres	Dettes totales	Charge financière	Kd	Dv (DA)	P (DA)	Ke	CMPC
Avant la cotation	1998	7 161	2 909	93	3%			8%	6%
Année de la cotation	1999	7 134	3 301	81	2%	36	765	8%	6%
Après la cotation	2000	6 490	4 348	98	2%	20	780	8%	5%
	2001	6 128	4 598	150	3%	40	510	8%	5%
	2002	5 550	5 563	284	5%	9	430	8%	5%
	2003	5 914	6 226	268	4%	24	380	8%	5%
	2004	6 108	6 882	380	6%	20	345	8%	5%
	2005	6 180	8 103	255	3%	20	360	8%	4%
	2006	6 302	7 889	224	3%	23	440	8%	5%
	2007	6 813	7 999	206	3%	11	400	8%	5%
	2008	8 297	10 088	273	3%	35	380	8%	5%
	2009	12 313	10 602	434	4%	35	385	8%	5%
	2010	11 786	16 466	262	2%	35	520	8%	4%
	2011	13 795	13 482	201	1%	35	715	8%	5%
	2012	14 747	15 275	225	1%	40	620	8%	5%
	2013	16 748	13 351	221	2%	40	450	8%	5%
	2014	17 591	13 997	157	1%	40	560	8%	5%
	2015	20 466	14 456	132	1%	40	640	8%	5%
	2016	27 464	18 927	178	1%	40	600	8%	5%
	2017	27 932	20 387	165	1%	45	660	8%	5%
2018	19 796	19 778	255	1%	41	635	8%	5%	
2019	21 776	18 658	165	1%	25	580	8%	5%	
2020	22 235	18 453	343	2%	25	552	8%	5%	
					Moyen	31	532		

**Source : Réalisé par nous même à partir des données internes à l'entreprise et les informations financières publiées par la SGBV.**

<sup>58</sup> Capitaux propres, dettes totales et les charges financière sont en million de Dinars

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

Tableau N°9 : L'évolution de la valeur ajoutée économique (EVA) (en Million de DA)

Etat de cotation	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation									
			Années	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
CI.....①	10 070	10 435	10 838	10 726	11 113	12 139	12 991	14 283	14 191	14 812	18 386	22 914
ROCE.....②	9,62%	9,81%	6,59%	8,44%	7,65%	10,71%	13,02%	7,84%	10,17%	10,92%	12,96%	17,57%
CMPC.....③	6,11%	5,95%	5,45%	5,29%	4,87%	4,80%	4,70%	4,48%	4,55%	4,64%	4,59%	5,09%
EVA.....(②-③) *①	353	403	123	337	309	717	1 080	480	798	930	1 538	2 859

(Suite du tableau)

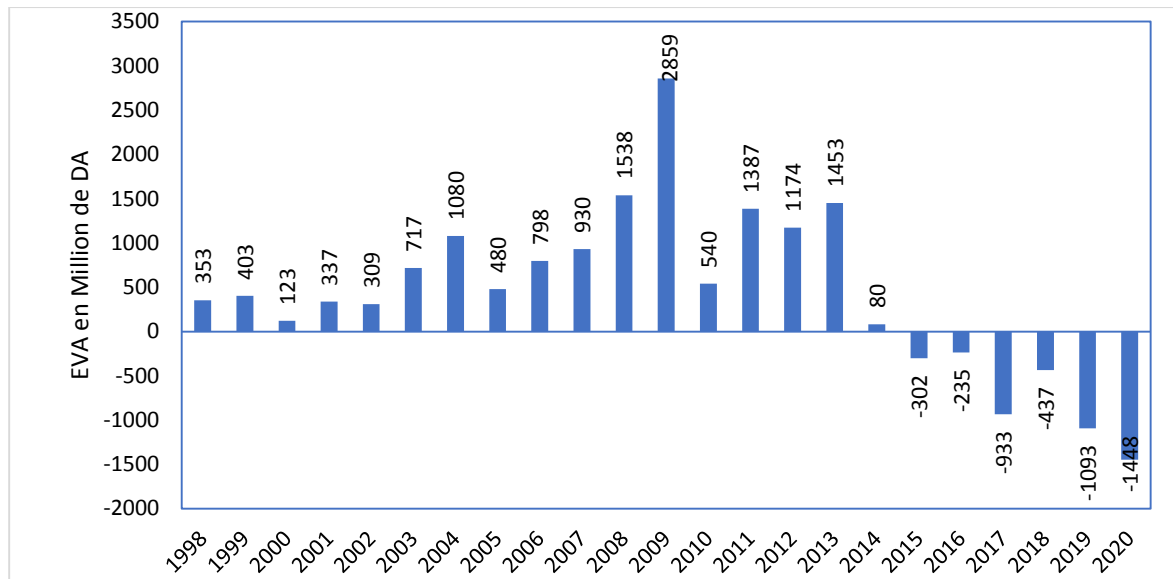
Etat de cotation	Après la cotation										
	Années	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
CI.....①	28 251	27 278	30 021	30 100	31 588	34 922	46 391	48 319	39 574	40 434	40 688
ROCE.....②	6,30%	10,00%	8,74%	10,03%	5,46%	4,51%	4,91%	3,40%	3,77%	2,40%	1,59%
CMPC.....③	4,39%	4,91%	4,83%	5,21%	5,21%	5,38%	5,41%	5,33%	4,88%	5,10%	5,15%
EVA.....(②-③) *①	540	1 387	1 174	1 453	80	-302	-235	-933	-437	-1 093	-1 448

Source : Réalisé par nous même à partir des données internes à l'entreprise (du 1998 à 2012) et les informations financières publiées par la COSOB (du 2013 à 2020).

A partir de ces résultats, on a construit un graphe suivant afin de bien visualiser l'évolution de l'EVA.

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

Figure N°10 : L'évolution de l'EVA de 1998 à 2020



Source : Nos regroupements

La figure montre le résultat de la valeur économique ajoutée de SAIDAL de 1998 à 2020. Les données positives de l'EVA montrent que l'entreprise génère de la valeur au cours des premières années de 1998 jusqu'à 2014 et les données négatives montrent que l'entreprise détruit de la valeur pour les investisseurs de 2015 à 2020. Il a atteint son plus haut niveau en 2009 avec une valeur de 2 859(en million de dinars) et a brusquement chuté pour atteindre 540 (en millions de dinars) en 2010. Une reprise progressive est observée de 2010 à 2013, puis une baisse graduelle jusqu'à atteindre le niveau le plus bas en 2020, soit -1448(en millions de dinars).

### 2-2 Les indicateurs de création de valeur boursier

La création de valeur pour les actionnaires est un indicateur de performance pertinent qui favorise la transparence entre le marché boursier et la gestion interne des entreprises. Afin de vérifier nos hypothèses. L'évolution de création de valeur boursière nous permet d'analyser la capacité de la société à créer de la richesse de manière pérenne et d'analyser le degré de satisfaction des actionnaires à la performance du Groupe SAIDAL. Cela nous permettra de visualiser l'impact des décisions financières sur la création de valeur en tenant compte des attentes des actionnaires. Pour mesurer la création de valeur boursière (externe), on utilise des indicateurs qui renseignent sur la valeur de l'action en tenant compte des attentes des investisseurs sur le marché. Dans le cadre de cette étude, on a utilisé la MVA et le TSR.

#### 2-2-1 Market Value Added (MVA)

La MVA mesure l'écart entre la valeur constatée sur le marché de l'entreprise et sa valeur comptable. La MVA est la différence entre la valeur de marché (valeur boursière) et la valeur comptable des capitaux propres de l'entreprise.

Les calculs sont présentés dans le tableau N°10

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

Tableau N°10 : L'évolutions de la MVA (en Million de DA)

Etat de Cotation	Année de la cotation	Après la cotation									
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Années	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Prix de clôture de l'action (P)...①	765	780	510	430	380	345	360	440	400	380	385
Nombre d'actions en circulation (NA)...②	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Capitalisation boursière...①*②=③	7 650	7 800	5 100	4 300	3 800	3 450	3 600	4 400	4 000	3 800	3 850
Valeur comptable des capitaux propres...④	7 134	6 490	6 128	5 550	5 914	6 108	6 180	6 302	6 813	8 297	12 313
MVA.....③-④	516	1 310	-1 028	-1 250	-2 114	-2 658	-2 580	-1 902	-2 813	-4 497	-8 463

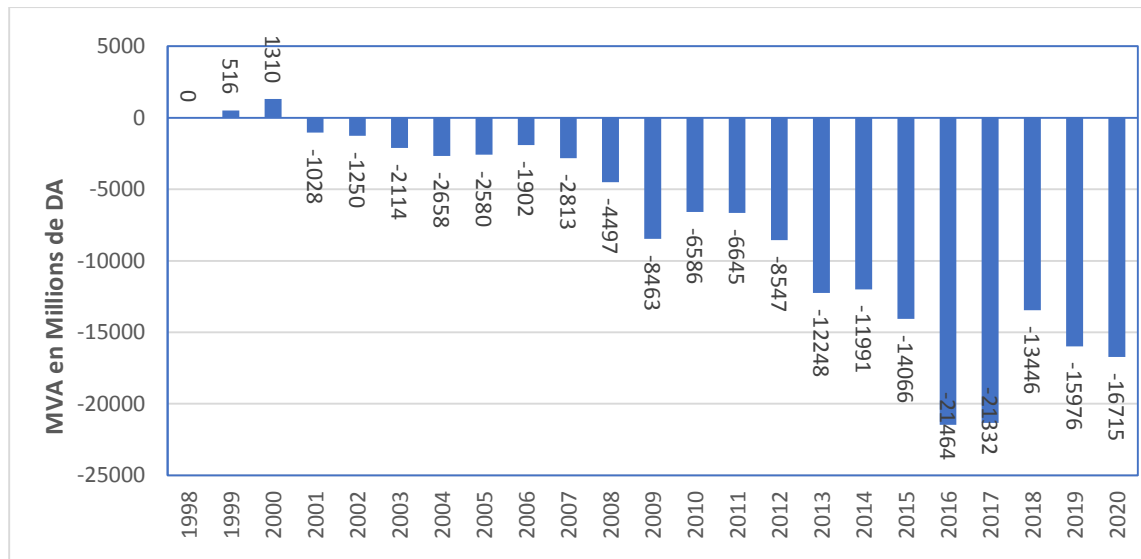
(Suite du tableau)

Etat de Cotation	Après la cotation										
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Années	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Prix de clôture de l'action (P)...①	520	715	620	450	560	640	600	660	635	580	552
Nombre d'actions en circulation (NA)...②	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Capitalisation boursière...①*②=③	5 200	7 150	6 200	4 500	5 600	6 400	6 000	6 600	6 350	5 800	5 520
Valeur comptable des capitaux propres...④	11 786	13 795	14 747	16 748	17 591	20 466	27 464	27 932	19 796	21 776	22 235
MVA.....③-④	-6 586	-6 645	-8 547	-12 248	-11 991	-14 066	-21 464	-21 332	-13 446	-15 976	-16 715

Source : Réalisé par nous même à partir des données internes à l'entreprise et les informations financières publiées par la SGBV.

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

Figure N°11 : L'évolution de MVA de 1998 à 2020



Source : Nos regroupements

Ces résultats montrent une baisse progressive et cohérente de la MVA pour l'entreprise. Seules deux années ont enregistré une création de valeur positive, la plus élevée étant de 1310 millions de DA en 2000. La valeur déclarée la plus faible était de -21464 millions, pour l'année 2017. L'évolution de la MVA montre la destruction de la valeur externe tout en long de la période étudiée, ce qui signifie que l'entreprise n'est pas performante sur le marché boursier.

### 2-2-2 Total Shareholder Return (TSR)

Le TSR mesure le taux de rentabilité des investisseurs, compte tenu de la progression de la valeur de l'action et du montant de dividendes versé. Le TSR se calcule de la manière suivante :

$$\text{TSR} = \frac{[(\text{cours de fin d'année} - \text{cours de début d'année}) + \text{dividende}]}{\text{cours début d'année}}$$

Les calculs sont présentés dans le tableau N°11

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

Tableau N°11 : L'évolution de TSR (en Million de DA)

Etat de cotation	Année de la cotation	Après la cotation									
		Années	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Cour de clôture de l'action (P) ...①	765,00	780,00	510,00	430	380	345	360	440	400	380	
Dividende par actions ...②	36,00	20,00	40,00	9	24	20	20	23	11	35	
Cour de début d'année de l'action...③	0,00	765,00	780,00	510,00	430,00	380,00	345,00	360,00	440,00	400,00	
TSR.....((①-③)+②)/③		4,58%	-29,49%	-13,92%	-6,05%	-3,95%	10,14%	28,61%	-6,59%	3,75%	

(Suite du table)

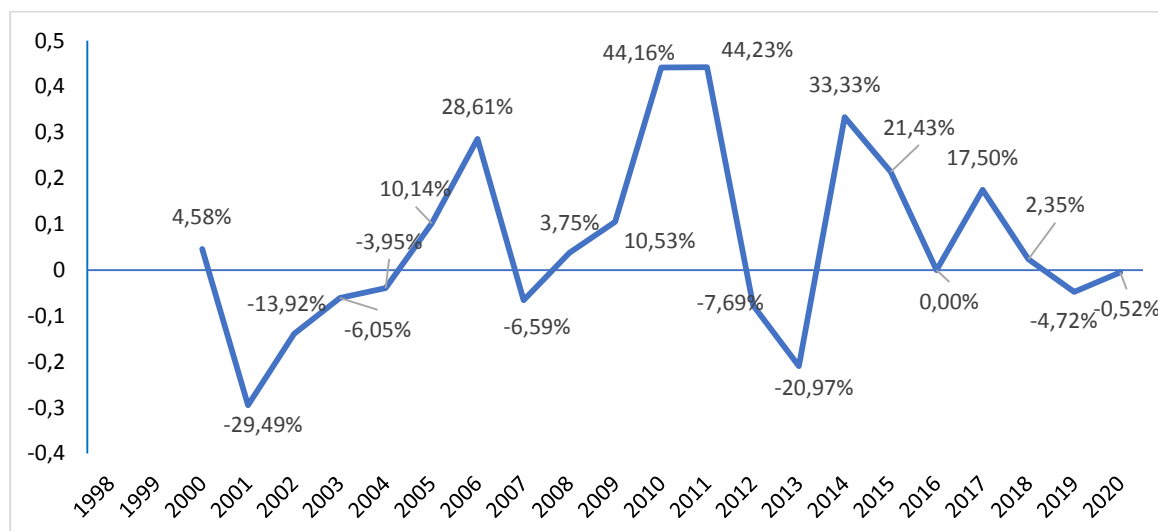
Etat de cotation	Après la cotation											
	Années	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Cour de clôture de l'action (P) ..①	385	520	715	620	450	560	640	600	660	635	580	552
Dividende par actions ...②	35	35	35	40	40	40	40	40	45	40,5	25	25
Cour de début d'année de l'action...③	380	385	520	715	620	450	560	640	600	660	635	580
TSR.....((①-③)+②)/③	10,53%	44,16%	44,23%	-7,69%	-20,97%	33,33%	21,43%	0,00%	17,50%	2,35%	-4,72%	-0,52%

Source : Réalisé par nous même à partir des données internes à l'entreprise et les informations financières publiées par la SGBV.

De ces résultats, on a construit la figure suivante.

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

Figure N°12 : L'évolution de TRS



Source : Nos regroupements

La figure N°12 montre un TSR fluctuant et instable tout au long de la période. La performance est symétrique sur les années 2010/2011, où l'on retrouve la valeur maximale de 44,23 %. D'autre part, la valeur la plus basse de -29,49 % a été enregistrée en 2001. En 2020, la valeur converge vers zéro.

Dans cette section, on a constaté la tendance des indicateurs indépendants et des indicateurs dépendants tout au long de la période étudiée. Mais y a-t-il des liens entre ces variables ? La section suivante répondra à cette question, en testant la corrélation entre ces variables pour vérifier dans quelle mesure elles sont dépendantes les unes des autres.

### Section 3 : Analyse des résultats

Après avoir présenté les différents indicateurs de création de valeur, il nous semble nécessaire de voir indispensable d'analyser les résultats obtenus dans la section précédente. Alors l'objectif de cette section, est d'analyser les résultats obtenus dans la section précédente et d'étudier les relations existantes entre les variables explicatives (les valeurs qui expliquent la création de la valeur intrinsèque et la valeur boursière, c'est-à-dire le taux de la dette, le taux des capitaux propres, le taux de dividendes par action...) et les variables expliquées (les indicateurs de mesure de la valeur, c'est-à-dire EVA, MVA et TSR.....). Ajoutant à cela, pour voir le lien entre la valeur comptable et le rendement boursière, nous allons analyser le lien entre EVA et MVA en calculant leur coefficient de corrélation. Ce dernier nous aidera à connaître si la valeur boursière de l'action reflète la situation réelle de l'entreprise.

Puisque nous nous concentrons sur l'impact de la structure financière sur la valeur d'une entreprise, dans tous nos calculs relatifs à la valeur interne, nous allons utiliser l'EVA et non pas le rendement des actifs qui montre comment une entreprise utilise ses actifs pour créer un rendement. De plus, l'EVA donne une vue d'ensemble de la valeur créée en tenant compte du ROCE et du WACC.

Pour analyser les relations existantes entre les variables explicatives et les variables expliquées, nous allons calculer le coefficient de corrélation en utilisant la méthode de

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

moindres carrés, ce qui nous permettra de connaître le type de relation existante entre ces variables. Autre monde dit, le coefficient de corrélation nous permettra de voir si une relation existe et si cette relation est causale et significative. Les valeurs du coefficient de corrélation vont de -1 pour une corrélation négative parfaite à + 1 pour une corrélation positive parfaite, où parfaite signifie que si les points étaient représentés dans un nuage de points, tous les points pourraient être reliés par une ligne droite. Le coefficient est calculé par la formule suivant :

$$r = \frac{n \sum x_i y_i - (\sum x_i)(\sum y_i)}{\sqrt{n \sum x_i^2 - (\sum x_i)^2} \times \sqrt{n \sum y_i^2 - (\sum y_i)^2}}$$

Avec :

r = coefficient de corrélation

n : nombre des années

$x_i$  : la variable à expliquer

$y_i$  : la variable explicative

Tout au long de cette section, nous utiliserons cette formule pour mesurer le lien entre les décisions financières, les décisions de dividendes et la création de valeur. Nous allons démontrer comment nous allons calculer le coefficient de corrélation dans notre premier calcul et pour le reste de la section nous suivrons la même méthode pour les autres calculs. Ajoutant à cela, nous allons montrer l'intensité de ce lien en calculant le coefficient de détermination. Ce coefficient de détermination est égal à  $r^2$ .

### 1 L'impact de la dette sur la valeur intrinsèque et la valeur boursière

D'après nos recherches théoriques, nous avons vu qu'il existe plusieurs théorèmes confirmant l'existence d'une structure de capital optimale. Parmi ces théorèmes, la théorie du compromis stipule que pour maximiser sa valeur, une entreprise doit recourir à l'endettement afin de profiter des avantages fiscaux, en se limitant au point où les coûts de la faillite dépassent ces avantages, visant ainsi un certain objectif de structure du capital marqué dans une certaine mesure par la relation positive entre la dette et la valeur d'une entreprise. En outre, la théorie de signal établit qu'une entreprise qui recourt à l'endettement envoie un signe positif au marché qui montre que les gestionnaires sont confiants quant aux flux de trésorerie future. En se basant sur ces théorèmes, notre objectif est de vérifier ces apports dans le cas de Groupe SAIDAL. Nous nous concentrons sur le calcul du coefficient de corrélation pour dégager le lien qui existe entre la dette et l'EVA, entre la dette et la MVA et entre la dette et l'impôt dans le cas du Groupe SAIDAL.

#### 1-1 Corrélation entre le taux de la dette et EVA

A l'aide du tableau ci-après, nous allons déterminer le coefficient de corrélation entre dette et EVA pour voir si la dette a un impact sur la création de la valeur intrinsèque. Selon la théorie d'agence, l'endettement est analysé comme un moyen de contrôle interne des dirigeants qui, ainsi, ne devront pas relâcher leurs efforts pour faire face aux échéances de la

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

dette. Alors, ce calcul nous aidera à vérifier si la théorie d'agence s'applique dans le cas du Groupe SAIDAL.

**Tableau N°12 : Détermination de corrélation entre le taux de la dette et EVA (en million de DA)**

Années	EVA (x <sub>i</sub> )	Taux de la dette (y <sub>i</sub> )	x <sub>i</sub> y <sub>i</sub>	x <sub>i</sub> <sup>2</sup>	y <sub>i</sub> <sup>2</sup>
1998	353	29%	102	124 754	8%
1999	403	32%	127	162 159	10%
2000	123	40%	49	15 026	16%
2001	337	43%	145	113 754	18%
2002	309	50%	154	95 172	25%
2003	717	51%	368	514 794	26%
2004	1 080	53%	572	1 167 372	28%
2005	480	57%	272	230 033	32%
2006	798	56%	443	636 326	31%
2007	930	54%	502	865 186	29%
2008	1 538	55%	844	2 365 181	30%
2009	2 859	46%	1 323	8 171 364	21%
2010	540	58%	315	291 938	34%
2011	1 387	49%	686	1 924 031	24%
2012	1 174	51%	597	1 378 264	26%
2013	1 453	44%	644	2 110 797	20%
2014	80	44%	35	6 394	20%
2015	-302	41%	-125	91 478	17%
2016	-235	41%	-96	55 449	17%
2017	-933	42%	-394	870 639	18%
2018	-437	50%	-218	190 586	25%
2019	-1 093	46%	-504	1 195 270	21%
2020	-1 448	45%	-657	2 096 545	21%
Somme	10 112	1078%	5 186	24 672 512	518%

Source : nos regroupements d'après les résultats du section 2 chapitre 3.

La démonstration d'application de formule (nous allons utiliser cette démonstration toute au long de cette section) est donnée comme suit :

$$r = \frac{n \sum x_i y_i - (\sum x_i)(\sum y_i)}{\sqrt{n \sum x_i^2 - (\sum x_i)^2} \times \sqrt{n \sum y_i^2 - (\sum y_i)^2}}$$

$$r = \frac{23(5\ 186) - (10\ 112)(1\ 078)}{\sqrt{23(24\ 672\ 512) - (10\ 112)^2} \times \sqrt{23(518) - (1\ 078)^2}}$$

$$r = 0.28077544 \text{ et } r^2 = 0.07883485$$

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

Le coefficient de corrélation entre la dette et EVA est égale à 0.28077544 avec un coefficient de détermination égale à 0.07883485. Nous constatons que le taux de la dette est positivement corrélé à l'EVA, c'est -à-dire, si la dette augmente la valeur intrinsèque augmente aussi et si la dette baisse la valeur intrinsèque baissera aussi. Etant donné que la dette et EVA varient dans le même sens, nous pouvons conclure que la dette a un impact positif sur l'EVA et que l'endettement agit comme un moyen de contrôle interne des dirigeants du Groupe SAIDAL.

### 1-2 Corrélation entre le taux de la dette et MVA

L'objectif du tableau N°13 est de mesurer la relation entre la dette et la création de valeur boursière (MVA) dans le but de voir si la dette envoie un signal positif au marché c'est-à-dire un signal qui rassure les investisseurs extérieurs quant à la bonne santé de l'entreprise.

**Tableau N°13 : Détermination de corrélation entre le taux de la dette et MVA (en Million de DA)**

Années	MVA ( $x_i$ )	Taux de la dette ( $y_i$ )	$x_i y_i$	$x_i^2$	$y_i^2$
1998	0	29%	0	0	8,34%
1999	516	32%	163	266 110	10,01%
2000	1 310	40%	525	1 715 185	16,09%
2001	-1 028	43%	-441	1 056 950	18,38%
2002	-1 250	50%	-626	1 563 021	25,06%
2003	-2 114	51%	-1 084	4 466 947	26,30%
2004	-2 658	53%	-1 408	7 067 017	28,07%
2005	-2 580	57%	-1 464	6 658 478	32,18%
2006	-1 902	56%	-1 057	3 618 377	30,90%
2007	-2 813	54%	-1 519	7 911 822	29,16%
2008	-4 497	55%	-2 468	20 224 677	30,11%
2009	-8 463	46%	-3 915	71 617 520	21,41%
2010	-6 586	58%	-3 838	43 369 145	33,97%
2011	-6 645	49%	-3 285	44 162 438	24,43%
2012	-8 547	51%	-4 348	73 042 765	25,89%
2013	-12 248	44%	-5 433	150 024 187	19,68%
2014	-11 991	44%	-5 313	143 776 032	19,64%
2015	-14 066	41%	-5 823	197 850 516	17,14%
2016	-21 464	41%	-8 757	460 703 691	16,64%
2017	-21 332	42%	-9 001	455 034 217	17,80%
2018	-13 446	50%	-6 720	180 805 953	24,98%
2019	-15 976	46%	-7 372	255 241 472	21,29%
2020	-16 715	45%	-7 581	279 376 342	20,57%
Somme	-17 4495	1 078%	-8 0764	2 409 552 862	518,03%

Source : nos regroupements d'après les résultats du section 2 chapitre 3.

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

En appliquant la formule de coefficient de corrélation, on obtient  $r = 0.09065877$  et  $r^2 = 0.008219013$ . Ce résultat montre que, pour le Groupe SAIDAL il existe une relation positive très faible entre la dette et MVA. Vu que la dette a un lien avec MVA, dans le cas du Groupe SAIDAL, le postule théorique selon lequel la dette envoyer un signal positif au marché est confirmé, mais il faut noter que le signal n'est pas significatif.

### 1-3 Corrélation entre le taux de la dette et le taux d'impôt

Le tableau N ci-dessous nous aide à déterminer le coefficient de corrélation entre la dette et l'impôt afin de voir si la dette contribue à l'obtention d'une économie d'impôt dans le cas du Groupe SAIDAL. Cette relation nous aidera à vérifier la théorie du compromis qui met l'accent sur l'existence des économies d'impôts grâce à la déductibilité des intérêts ainsi que la relation négative entre le taux de dette et le taux d'impôt.

**Tableau N°14 : Détermination de corrélation entre le taux de la dette et le taux d'impôt (en Million de DA)**

Années	Impôt ( $x_i$ )	Taux de la dette ( $y_i$ )	$x_i y_i$	$x_i^2$	$y_i^2$
1998	28%	29%	8,16%	7,98%	8,34%
1999	29%	32%	9,13%	8,33%	10,01%
2000	31%	40%	12,55%	9,79%	16,09%
2001	31%	43%	13,26%	9,56%	18,38%
2002	32%	50%	15,86%	10,04%	25,06%
2003	29%	51%	15,09%	8,66%	26,30%
2004	21%	53%	11,09%	4,38%	28,07%
2005	27%	57%	15,14%	7,13%	32,18%
2006	19%	56%	10,38%	3,48%	30,90%
2007	21%	54%	11,15%	4,27%	29,16%
2008	22%	55%	11,88%	4,69%	30,11%
2009	17%	46%	8,01%	3,00%	21,41%
2010	27%	58%	15,76%	7,31%	33,97%
2011	17%	49%	8,45%	2,92%	24,43%
2012	20%	51%	10,39%	4,17%	25,89%
2013	18%	44%	7,93%	3,20%	19,68%
2014	20%	44%	8,75%	3,90%	19,64%
2015	23%	41%	9,42%	5,18%	17,14%
2016	30%	41%	12,22%	8,97%	16,64%
2017	19%	42%	7,92%	3,52%	17,80%
2018	10%	50%	5,13%	1,05%	24,98%
2019	10%	46%	4,46%	0,93%	21,29%
2020	29%	45%	13,20%	8,47%	20,57%
Somme	529%	1078%	245,34%	130,94%	518,03%

Source : nos regroupements d'après les résultats du section 2 chapitre 3.

## **Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique**

---

En utilisant la formule de coefficient de corrélation, on obtient  $r = -0.2539707$  un résultat négatif avec  $r^2 = 0.064501111$  montrant que la dette et impôt ne varient pas dans le même sens. Toute variation à la hausse de la dette entraîne une variation à la baisse de l'impôt. Ainsi, pour le Groupe SAIDAL le théorème de Modigliani et Miller selon lequel une augmentation de la dette réduit le taux d'impôt à payer est confirmé.

Basé sur les résultats ci-dessus, la théorie des compromis et la théorie de l'ordre hiérarchique ont le potentiel d'expliquer comment le Groupe SAIDAL doit chercher des ressources pour poursuivre ses activités. L'entreprise doit d'abord recourir à l'endettement, ce qui a une relation positive avec toutes les variables de performance fondées sur la valeur.

Pour avoir une compréhension exhaustive de l'impact du choix entre dette et fonds propres sur la valeur intrinsèque et la valeur boursière du Groupe SAIDAL, nous devons vérifier l'impact du ratio de fonds propres sur la création de valeur.

### **2 L'impact des fonds propres sur la valeur intrinsèque et la valeur boursière**

En s'appuyant sur les conclusions citées ci-dessus, il apparaît que le financement par fonds propres a une relation négative avec la valeur d'une entreprise. La théorie de l'ordre de hiérarchie soutient qu'une entreprise ne devrait utiliser les capitaux propres pour se financer qu'en dernier recours, en se basant sur le fait qu'il existe une asymétrie d'information entre l'entreprise et les actionnaires et qu'il est donc très coûteux de convaincre les actionnaires.

Etant donné que les fonds propres sont une composante de la structure du capital et qu'ils ont un impact sur la création de valeur, dans cette section nous allons analyser le lien entre le financement par des fonds propres et l'EVA ; le financement par des fonds propres et la MVA et le financement par des fonds propres et le TSR en calculant les coefficients de corrélation.

#### **2-1 Corrélation entre les fonds propres et EVA**

Le tableau N° 15 ci-dessous, nous aide à déterminer la corrélation entre les fonds propres et EVA. Le résultat nous montrera si le financement par les fonds propres a un impact sur la création de valeur intrinsèque.

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

**Tableau N°15 : Détermination de corrélation entre les fonds propres et EVA (en Million de DA)**

Années	EVA ( $x_i$ )	Taux de fonds propres ( $y_i$ )	$x_i y_i$	$x_i^2$	$y_i^2$
1998	353	71%	251	124 754	50,57%
1999	403	68%	275	162 159	46,74%
2000	123	60%	73	15 026	35,86%
2001	337	57%	193	113 754	32,64%
2002	309	50%	154	95 172	24,94%
2003	717	49%	350	514 794	23,73%
2004	1 080	47%	508	1 167 372	22,11%
2005	480	43%	208	230 033	18,72%
2006	798	44%	354	636 326	19,72%
2007	930	46%	428	865 186	21,16%
2008	1 538	45%	694	2 365 181	20,37%
2009	2 859	54%	1 536	8 171 364	28,87%
2010	540	42%	225	291 938	17,40%
2011	1 387	51%	702	1 924 031	25,58%
2012	1 174	49%	577	1 378 264	24,13%
2013	1 453	56%	808	2 110 797	30,96%
2014	80	56%	45	6 394	31,01%
2015	-302	59%	(177)	91 478	34,35%
2016	-235	59%	(139)	55 449	35,05%
2017	-933	58%	(539)	870 639	33,42%
2018	-437	50%	(218)	190 586	25,02%
2019	-1 093	54%	(589)	1 195 270	29,00%
2020	-1 448	55%	(791)	2 096 545	29,86%
Somme	10 112	1 222%	4 926	24 672 512	66,22%

**Source : nos regroupements d'après les résultats du section 2 chapitre 3.**

En utilisant les données du tableau N°15, ci-dessus et en appliquant la formule de coefficient de corrélation, nous obtenons  $r = -0.280775442$  et  $r^2 = 0.078834849$ . Cela nous montre qu'il existe une corrélation négative très faible entre les fonds propres et EVA, c'est-à-dire dans le cas du Groupe SAIDAL les fonds propres et EVA ne varient pas dans le même sens et l'explantation des fonds propres sur EVA n'est pas significatif. Par conséquent, l'idée que les fonds propres sont plus chers que le coût de la dette et ils augment le coût du capital qui par suite réduira l'EVA est confirmée.

### 2-2 Corrélation entre les fonds propres et MVA

A l'aide du tableau suivant, nous allons déterminer le coefficient de corrélation entre les fonds propres et le MVA pour voir comment le financement par fonds propres influence la valeur boursière.

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

**Tableau N°16 : Détermination de corrélation entre les fonds propres et MVA (en Million de DA)**

Années	MVA ( $x_i$ )	Taux de fonds propres ( $y_i$ )	$x_i y_i$	$x_i^2$	$y_i^2$
1999	516	68%	353	266 110	47%
2000	1 310	60%	784	1 715 185	36%
2001	-1 028	57%	-587	1 056 950	33%
2002	-1 250	50%	-624	1 563 021	25%
2003	-2 114	49%	-1 030	4 466 947	24%
2004	-2 658	47%	-1 250	7 067 017	22%
2005	-2 580	43%	-1 117	6 658 478	19%
2006	-1 902	44%	-845	3 618 377	20%
2007	-2 813	46%	-1 294	7 911 822	21%
2008	-4 497	45%	-2 030	20 224 677	20%
2009	-8 463	54%	-4 547	71 617 520	29%
2010	-6 586	42%	-2 747	43 369 145	17%
2011	-6 645	51%	-3 361	44 162 438	26%
2012	-8 547	49%	-4 198	73 042 765	24%
2013	-12 248	56%	-6 815	150 024 187	31%
2014	-11 991	56%	-6 677	143 776 032	31%
2015	-14 066	59%	-8 243	197 850 516	34%
2016	-21 464	59%	-12 707	460 703 691	35%
2017	-21 332	58%	-12 331	455 034 217	33%
2018	-13 446	50%	-6 726	180 805 953	25%
2019	-15 976	54%	-8 604	255 241 472	29%
2020	-16 715	55%	-9 134	279 376 342	30%
Somme	-174 495	1 150%	-93 731	2 409 552 862	611%

**Source : nos regroupements d'après les résultats du section 2 chapitre 3.**

En se référant à la formule du coefficient de corrélation et en remplaçant chacune de ses variables par les données du tableau N°16 ci-dessus on obtient  $r = -0.257964341$  et  $r^2 = 0.066545601$ . Ce résultat indique que les fonds propres et la MVA du Groupe SAIDAL ne varient pas dans le même sens. Toute variation à la hausse des fonds propres entraîne une variation à la baisse de l'MVA. On peut conclure que les fonds propres n'expliquent pas fortement la variation de la MVA étant donné que le coefficient de corrélation est négatif et très faible, aussi le coefficient de détermination est très bas (6.65 pourcents). Pour le Groupe SAIDAL, l'idée qu'une augmentation des fonds propres envoie un signal négatif au marché est confirmée mais dans ce cas la signe est négligeable.

### 2-3 Corrélation entre les fonds propres et TSR

Etant donné que le TSR est le taux de rentabilité actuariel permettant un actionnaire d'évaluer sur une période donnée la rentabilité globale de son investissement (l'achat d'une action). Dans ce cas, nous allons analyser comment le TSR est influencé par les variations des

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

fonds propres en calculant la corrélation entre les fonds propres et le TSR. Le résultat nous aidera à voir si les fonds contribueront à la création de valeur pour les actionnaires.

**Tableau N°17 : Détermination de corrélation entre les fonds propres et TSR (en Million de DA)**

Années	TSR ( $x_i$ )	Taux des capitaux propres ( $y_i$ )	$x_i y_i$	$x_i^2$	$y_i^2$
1999		68%	0,00%	0,00%	46,74%
2000	4,58%	60%	2,74%	0,21%	35,86%
2001	-29,49%	57%	-16,85%	8,69%	32,64%
2002	-13,92%	50%	-6,95%	1,94%	24,94%
2003	-6,05%	49%	-2,95%	0,37%	23,73%
2004	-3,95%	47%	-1,86%	0,16%	22,11%
2005	10,14%	43%	4,39%	1,03%	18,72%
2006	28,61%	44%	12,71%	8,19%	19,72%
2007	-6,59%	46%	-3,03%	0,43%	21,16%
2008	3,75%	45%	1,69%	0,14%	20,37%
2009	10,53%	54%	5,66%	1,11%	28,87%
2010	44,16%	42%	18,42%	19,50%	17,40%
2011	44,23%	51%	22,37%	19,56%	25,58%
2012	-7,69%	49%	-3,78%	0,59%	24,13%
2013	-20,97%	56%	-11,67%	4,40%	30,96%
2014	33,33%	56%	18,56%	11,11%	31,01%
2015	21,43%	59%	12,56%	4,59%	34,35%
2016	0,00%	59%	0,00%	0,00%	35,05%
2017	17,50%	58%	10,12%	3,06%	33,42%
2018	2,35%	50%	1,17%	0,06%	25,02%
2019	-4,72%	54%	-2,54%	0,22%	29,00%
2020	-0,52%	55%	-0,28%	0,00%	29,86%
Somme	126,71%	1 150%	60,48%	85,36%	610,65%

Source : nos regroupements d'après les résultats du section 2 chapitre 3.

En appliquant la formule de coefficient de corrélation on obtient  $r = -0.217453844$  et  $r^2 = 0.047286174$ . A travers ce coefficient, nous constatons que les fonds propres et le TSR sont négativement corrélés. Le TSR est expliqué à 4.72% seulement par les fonds, c'est-à-dire le TSR du Groupe SAIDAL n'est pas dépendant des fonds propres. Autrement dit les fonds propres ont une contribution très faible dans la création de valeur pour les actionnaires du Groupe SAIDAL. L'augmentation des fonds propres envoie un signal négatif aux actionnaires.

Ainsi, selon ces résultats, avec l'augmentation du ratio des capitaux propres, l'EVA diminue et vice versa. La raison pour laquelle le ratio des fonds propres est négativement lié aux variables ci-dessus est que l'augmentation du ratio des fonds propres, c'est-à-dire le recours accru aux fonds propres dans la composition de la structure du capital, entraîne des

## **Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique**

---

coûts supplémentaires et, par conséquent, une réduction du bénéfice net de l'entreprise, ce qui entraîne une réduction de la valeur créée par l'entreprise.

### **3 L'impact de décision de dividende sur la valeur intrinsèque et la valeur boursière**

Le choix d'une politique de dividendes est l'une des décisions majeures que les entreprises sont amenées à prendre. Tel qu'indiqué dans les chapitres précédents, de nombreux théoriciens ont essayé d'apporter leurs contributions concernant les effets de la distribution de dividendes sur la valeur de l'entreprise. Cette section est consacrée au calcul de la corrélation existante : entre les dividendes distribués et le cours de l'action ; les dividendes distribués et le MVA, et, les dividendes distribués et le TSR dans le cas de Groupe SAIDAL. En effet, on verra s'il y a des informations transmises au marché de la distribution de dividendes.

#### **3-1 La corrélation entre les dividendes distribués et le cours de l'action**

Sachant que le cours d'une action traduit la valeur de l'entreprise et la qualité d'information dont disposent les investisseurs, la corrélation entre dividendes versés et cours de l'action nous permettra de savoir si le niveau des dividendes a une incidence sur la façon dont les investisseurs envisagent l'entreprise. On garde la même formule de corrélation présentée dans l'introduction, les calculs sont présentés dans le tableau N°18 nous allons calculer le coefficient de corrélation.

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

**Tableau N°18 : Détermination de corrélation entre les dividendes distribués et le cours de l'action (en million de DA).**

Années	EVA ( $x_i$ )	Dividendes par action ( $y_i$ )	$x_i y_i$	$x_i^2$	$y_i^2$
1999	403	36	14 496,81	162 158,65	1 296
2000	123	20	2 451,58	15 025,57	400
2001	337	40	13 491,00	113 754,37	1 600
2002	309	9	2 776,50	95 172,36	81
2003	717	24	17 219,79	514 793,73	576
2004	1 080	20	21 608,99	1 167 371,58	400
2005	480	20	9 592,35	230 032,79	400
2006	798	23	18 347,11	636 325,71	529
2007	930	11	10 231,69	865 186,41	121
2008	1 538	35	53 827,01	2 365 181,31	1 225
2009	2 859	35	100 049,59	8 171 364,22	1 225
2010	540	35	18 910,94	291 937,73	1 225
2011	1 387	35	48 548,31	1 924 030,97	1 225
2012	1 174	40	46 959,80	1 378 264,14	1 600
2013	1 453	40	58 114,32	2 110 796,647	1 600
2014	80	40	3 198,58	6 394,34	1 600
2015	-302	40	-12 098,12	91 477,85	1 600
2016	-235	40	-9 419,04	55 448,89	1 600
2017	-933	45	-41 988,62	870 639,11	2 025
2018	-437	40,5	-17 680,74	190 586,02	1 640,25
2019	-1 093	25	-27 332,10	1 195 270,06	625
2020	-1 448	25	-36 198,63	2 096 544,89	625
Somme	9 758	678,5	295 107,13	24 54 7 757,34	23 218,25

**Source : nos regroupements d'après les résultats du section 2 chapitre 3.**

Après les calculs utilisant les informations dans le tableau N°18 on a obtenu  $r = 0,42$  ce qui implique que la corrélation entre les dividendes versés et le prix de l'action est positivement faible. Le coefficient de déterminations est égale à  $0,18$  ( $r^2 = 0,18$ ), ce qui signifie qu'environ 18% de la variation du cours de l'action est expliquée par la variation du dividende versé. Dans ce cas, on peut conclure que la distribution de dividende envoie l'information sur le marché, mais l'impact de cette information n'est pas significatif dans le cas de l'entreprise SAIDAL.

### 3-2 La corrélation entre les dividendes distribués et la MVA

Cette corrélation entre le dividende versé et la MVA a pour objectif de vérifier si la distribution de dividendes a un impact sur la création de valeur externe de l'entreprise SAIDAL, sachant que la MVA met en évidence une vision des investisseurs vis-à-vis des flux de trésorerie futures de l'entreprise.

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

**Tableau N°19 : Détermination de corrélation entre dividendes versée et la MVA (en Million de DA)**

Années	MVA ( $x_i$ )	Dividendes par action ( $y_i$ )	$x_i y_i$	$x_i^2$	$y_i^2$
1999	516	36	18 571	266 110	1 296
2000	1 310	20	26 193	1 715 185	400
2001	-1 028	40	-41 123	1 056 950	1 600
2002	-1 250	9	-11 252	1 563 021	81
2003	-2 114	24	-50 724	4 466 947	576
2004	-2 658	20	-53 168	7 067 017	400
2005	-2 580	20	-51 608	6 658 478	400
2006	-1 902	23	-43 751	3 618 377	529
2007	-2 813	11	-30 941	7 911 822	121
2008	-4 497	35	-157 401	20 224 677	1 225
2009	-8 463	35	-296 195	71 617 520	1 225
2010	-6 586	35	-230 493	43 369 145	1 225
2011	-6 645	35	-232 592	44 162 438	1 225
2012	-8 547	40	-341 860	73 042 765	1 600
2013	-12 248	40	-489 937	150 024 187	1 600
2014	-11 991	40	-479 627	143 776 032	1 600
2015	-14 066	40	-562 637	197 850 516	1 600
2016	-21 464	40	-858 560	460 703 691	1 600
2017	-21 332	45	-959 919	455 034 217	2 025
2018	-13 446	41	-544 580	180 805 953	1 640
2019	-15 976	25	-399 407	255 241 472	625
2020	-16 715	25	-417 864	279 376 342	625
Somme	-174 495	679	-6 208 876	2 409 552 862	23 218

**Source : nos regroupements d'après les résultats du section 2 chapitre 3.**

En appliquant la formule on obtient  $r = -0,54$  et  $r^2 = 0,29$

A partir de ces résultats, nous constatons une forte corrélation négative entre le dividende versé et la MVA ainsi qu'une variation de 25% de la MVA qui est expliquée par une variation du dividende versé. En effet, cela signifie que la variation du dividende a peu d'impact sur les perspectives des actionnaires. Quand le Groupe SAIDAL a enregistré un dividende constant élevé en 2012-2016 comparé aux autres années, sa MVA est restée négative et elle ne cesse de chuter. De ce fait, la théorie du signal n'est pas totalement rejetée dans le cadre de notre étude. Ceci peut être expliqué par la part du dividende par action qui était assez bas en regard du bénéfice par action. Les actionnaires préfèrent l'argent liquide plutôt que de retenir le bénéfice net.

### 3-3 La corrélation entre les dividendes distribués et la EVA

De nombreux auteurs ont démontré des résultats mitigés sur la relation entre le paiement des dividendes et la création de richesse des actionnaires, comme nous l'avons

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

remarqué dans le premier chapitre. C'est pourquoi, dans cette étude, nous avons tenté de mettre en évidence la relation entre la distribution de dividendes et la création de richesse pour les actionnaires en utilisant la méthode de corrélation en analysant le Groupe SAIDAL.

**Tableau N°20 : Détermination de corrélation entre dividendes versée et la EVA (en Million de DA)**

Années	EVA ( $x_i$ )	Dividendes par action ( $y_i$ )	$x_i y_i$	$x_i^2$	$y_i^2$
1999	403	36	14 496,81	162 158,65	1 296
2000	123	20	2 451,58	15 025,57	400
2001	337	40	13 491,00	113 754,37	1 600
2002	309	9	2 776,50	95 172,36	81
2003	717	24	17 219,79	514 793,73	576
2004	1 080	20	21 608,99	1 167 371,58	400
2005	480	20	9 592,35	230 032,79	400
2006	798	23	18 347,11	636 325,71	529
2007	930	11	10 231,69	865 186,41	121
2008	1 538	35	53 827,01	2 365 181,31	1 225
2009	2 859	35	100 049,59	8 171 364,22	1 225
2010	540	35	18 910,94	291 937,73	1 225
2011	1 387	35	48 548,31	1 924 030,97	1 225
2012	1 174	40	46 959,80	1 378 264,14	1 600
2013	1 453	40	58 114,32	2 110 796,647	1 600
2014	80	40	3 198,58	6 394,34	1 600
2015	-302	40	-12 098,12	91 477,85	1 600
2016	-235	40	-9 419,04	55 448,89	1 600
2017	-933	45	-41 988,62	870 639,11	2 025
2018	-437	40,5	-17 680,74	190 586,02	1 640,25
2019	-1 093	25	-27 332,10	1 195 270,06	625
2020	-1 448	25	-36 198,63	2 096 544,89	625
Somme	9 758	678,5	295 107,13	24 54 7 757,34	23 218,25

**Source : nos regroupements d'après les résultats du section 2 chapitre 3.**

En appliquant la formule on obtient  $r = -0,027$  et  $r^2 = 0,0007$

Le tableau N°20 fournit les calculs nécessaires pour conclure si le paiement du dividende a une relation positive ou négative avec l'EVA pendant les périodes étudiées. Nous constatons une relation inverse entre la distribution de dividendes et l'EVA pour Groupe SAIDAL. En outre, cette relation inverse est négligeable puisque seulement 0,07% de la variation de l'EVA est expliquée par la variation du DPA. L'idée que le paiement des dividendes a un impact positif sur la valeur interne de l'entreprise est rejetée dans le cas de Groupe SAIDAL. De ce cas, il est conclu que la société SAIDAL a créé de la valeur pour les actionnaires entre 1999 et 2014 en déclarant et en versant moins de dividendes sur le total des bénéfices et en utilisant les fonds conservés pour investir dans des projets rentables. En moyenne, le Groupe SAIDAL a conservé 65% de ses bénéfices par action entre 1999 et 2014,

## **Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique**

---

c'est-à-dire que pour 100 dinars de bénéfices, la société a versé 35 dinars aux actionnaires sous forme de dividende par action (DPA).

### **4 Autres analyses**

Après avoir étudié la corrélation qui existe entre les décisions financières et les dividendes, et la valeur interne et externe du Groupe SAIDAL, il nous apparaît nécessaire de creuser plus profondément et de voir quelles pourraient être les autres variables qui ont un impact sur ces valeurs puisque nous avons observé un impact non significatif de ces décisions dans l'analyse précédente. Dans la présente partie, nous aimerons vérifier si la croissance est l'un des moteurs d'une EVA positive. De plus, nous allons examiner le lien entre le BPA et le cours de l'action, le ROE et la MVA, l'EVA et la MVA pour voir si les investisseurs tirent leurs conclusions en regardant le niveau du BPA, de l'EVA ou du ROE.

#### **4-1 La corrélation entre taux de croissance et la EVA**

Dans ce cas, la croissance signifie la variation de l'actif total. Nous cherchons à déterminer son impact sur la valeur mesurée par l'EVA. Le calcul du coefficient de corrélation est présenté dans le tableau N°21.

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

Tableau N°21 : Détermination de corrélation entre taux de croissance et la EVA (en Million de DA)

Années	EVA (x <sub>i</sub> )	Taux de croissance (y <sub>i</sub> )	x <sub>i</sub> y <sub>i</sub>	x <sub>i</sub> <sup>2</sup>	y <sub>i</sub> <sup>2</sup>
1998	353	0%	0	124 754	0,00%
1999	403	4%	15	162 159	0,13%
2000	123	4%	5	15 026	0,15%
2001	337	-1%	-3	113 754	0,01%
2002	309	4%	11	95 172	0,13%
2003	717	9%	66	514 794	0,85%
2004	1 080	7%	76	1 167 372	0,49%
2005	480	10%	48	230 033	0,99%
2006	798	-1%	-5	636 326	0,00%
2007	930	4%	41	865 186	0,19%
2008	1 538	24%	371	2 365 181	5,82%
2009	2 859	25%	704	8 171 364	6,07%
2010	540	23%	126	291 938	5,42%
2011	1 387	-3%	-48	1 924 031	0,12%
2012	1 174	10%	118	1 378 264	1,01%
2013	1 453	0%	4	2 110 797	0,00%
2014	80	5%	4	6 394	0,24%
2015	-302	11%	-32	91 478	1,11%
2016	-235	33%	-77	55 449	10,79%
2017	-933	4%	-39	870 639	0,17%
2018	-437	-18%	79	190 586	3,28%
2019	-1 093	2%	-24	1 195 270	0,05%
2020	-1 448	1%	-9	2 096 545	0,00%
Somme	10 112	156%	1 429	24 672 512	37,04%

Source : nos regroupements d'après les résultats du section 2 chapitre 3.

En appliquant la formule on obtient  $r = 0,32$  et  $r^2 = 0,10$

Il existe une corrélation positive entre le taux de croissance et l'EVA. La corrélation n'est pas significative car seulement 10% de la variation de l'EVA est expliquée par la variation du taux de croissance.

### 4-2 La corrélation entre BPA et le cours d'action.

Une augmentation constante du bénéfice par action qualifie les actions à être des actions de croissance. Il est évident que des actions de ce type sont intéressantes à acheter et à posséder. Par conséquent, les actions de croissance se vendent à des prix élevés. Le bénéfice par action du Groupe SAIDAL a été en progression de 1999 à 2013, pendant cette période ses actions peuvent être considérées comme des actions de croissance. Nous voulons donc étudier la relation entre le BPA et le cours d'action afin de voir si le BPA transmet une information aux actionnaires.

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

**Tableau N°22 : Détermination de corrélation entre BPA et le cours d'action (en Million de DA)**

Années	Cours d'action ( $x_i$ )	BPA ( $y_i$ )	$x_i x_i$	$x_i^2$	$y_i^2$
1999	765	72,18	55 216	585 225	5 210
2000	780	27,11	21 147	608 400	735
2001	510	37,98	19 370	260 100	1 443
2002	430	26,36	11 334	184 900	695
2003	380	48,23	18 327	144 400	2 326
2004	345	45,62	15 740	119 025	2 081
2005	360	99,67	35 881	129 600	9 934
2006	440	117,20	51 568	193 600	13 736
2007	400	123,30	49 320	160 000	15 203
2008	380	132,86	50 487	144 400	17 652
2009	385	287,18	110 565	148 225	82 473
2010	520	110,22	57 314	270 400	12 148
2011	715	206,05	147 324	511 225	42 456
2012	620	196,52	121 840	384 400	38 619
2013	450	265,81	119 617	202 500	70 657
2014	560	147,78	82 754	313 600	21 837
2015	640	114,38	73 204	409 600	13 083
2016	600	150,92	90 550	360 000	22 776
2017	660	137,63	90 836	435 600	18 942
2018	635	117,42	74 563	403 225	13 788
2019	580	18,59	10 784	336 400	346
2020	552	79,35	43 802	304 704	6 297
Somme	11 707	2562,36	1 351 541	6 609 529	412 436

**Source : nos regroupements d'après les résultats du section 2 chapitre 3.**

En appliquant la formule on obtient  $r = -0,05$  et  $r^2 = 0,003$

A partir de ces résultats, nous observons que l'impact du BPA sur le cours de l'action est négligeable puisque le coefficient de détermination tend vers zéro. Nous en concluons qu'il n'y a pas d'information communiquée par le niveau du BPA aux actionnaires.

### 4-3 La corrélation entre l'EVA et la MVA (en millions de DA)

Le Groupe SAIDAL a enregistré une EVA positive tout au long des années, sauf de 2015 à 2020. Cependant, sa performance sur le marché a été médiocre, comme indiqué par une MVA négative de 2001 à 2020. Dans ce cas, nous cherchons à savoir si l'EVA contribue à la variation de la MVA ou non.

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

**Tableau N°23 : Détermination de corrélation entre l'EVA et la MVA (en Million de DA)**

Années	EVA (x <sub>i</sub> )	MVA (y <sub>i</sub> )	x <sub>i</sub> y <sub>i</sub>	x <sub>i</sub> <sup>2</sup>	y <sub>i</sub> <sup>2</sup>
1999	403	516	207 731	162 159	266 110
2000	123	1 310	160 535	15 026	1 715 185
2001	337	-1 028	-346 746	113 754	1 056 950
2002	309	-1 250	-385 690	95 172	1 563 021
2003	717	-2 114	-1 516 429	514 794	4 466 947
2004	1 080	-2 658	-2 872 253	1 167 372	7 067 017
2005	480	-2 580	-1 237 606	230 033	6 658 478
2006	798	-1 902	-1 517 388	636 326	3 618 377
2007	930	-2 813	-2 616 333	865 186	7 911 822
2008	1 538	-4 497	-6 916 287	2 365 181	20 224 677
2009	2 859	-8 463	-24 191 173	8 171 364	71 617 520
2010	540	-6 586	-3 558 243	291 938	43 369 145
2011	1 387	-6 645	-9 217 912	1 924 031	44 162 438
2012	1 174	-8 547	-10 033 555	1 378 264	73 042 765
2013	1 453	-12 248	-17 795 240	2 110 797	150 024 187
2014	80	-11 991	-958 829	6 394	143 776 032
2015	-302	-14 066	4 254 285	91 478	197 850 516
2016	-235	-21 464	5 054 256	55 449	460 703 691
2017	-933	-21 332	19 904 034	870 639	455 034 217
2018	-437	-13 446	5 870 186	190 586	180 805 953
2019	-1 093	-15 976	17 466 611	1 195 270	255 241 472
2020	-1 448	-16 715	24 201 757	2 096 545	279 376 342
Somme	9 758	-174 495	-6 044 286	24 547 757	2 409 552 862

**Source : nos regroupements d'après les résultats du section 2 chapitre 3.**

En appliquant la formule on obtient  $r = 0,50$  et  $r^2 = 0,25$

Ces résultats indiquent une forte corrélation positive entre l'EVA et la MVA. Le coefficient de détermination indique que 25% de la variation de la MVA est expliquée par une variation de l'EVA. Nous pouvons en conclure que la création de valeur interne a un impact positif sur la performance du Groupe SAIDAL sur le marché bien que l'impact ne soit pas aussi important.

#### 4-4 La corrélation entre le ROE et la MVA (en million de DA)

Étant donné que le ROE indique la richesse créée par l'entreprise pour ses actionnaires. Dans ce cas, nous allons vérifier la réaction des actionnaires au ROE en calculant le coefficient de corrélation et le coefficient de détermination.

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

**Tableau N°24 : Détermination de corrélation entre le ROE et la MVA (en Million de DA)**

Années	MVA (x <sub>i</sub> )	ROE (y <sub>i</sub> )	x <sub>i</sub> y <sub>i</sub>	x <sub>i</sub> <sup>2</sup>	y <sub>i</sub> <sup>2</sup>
1999	516	13,22%	68	266 110	1,75%
2000	1 310	9,48%	124	1 715 185	0,90%
2001	-1 028	12,33%	-127	1 056 950	1,52%
2002	-1 250	10,20%	-128	1 563 021	1,04%
2003	-2 114	17,46%	-369	4 466 947	3,05%
2004	-2 658	21,47%	-571	7 067 017	4,61%
2005	-2 580	14,00%	-361	6 658 478	1,96%
2006	-1 902	19,35%	-368	3 618 377	3,75%
2007	-2 813	20,73%	-583	7 911 822	4,30%
2008	-4 497	25,42%	-1 143	20 224 677	6,46%
2009	-8 463	29,18%	-2 469	71 617 520	8,51%
2010	-6 586	12,89%	-849	43 369 145	1,66%
2011	-6 645	18,30%	-1 216	44 162 438	3,35%
2012	-8 547	16,26%	-1 389	73 042 765	2,64%
2013	-12 248	16,71%	-2 047	150 024 187	2,79%
2014	-11 991	8,92%	-1 069	143 776 032	0,80%
2015	-14 066	7,05%	-992	197 850 516	0,50%
2016	-21 464	7,64%	-1 640	460 703 691	0,58%
2017	-21 332	5,29%	-1 130	455 034 217	0,28%
2018	-13 446	6,26%	-842	180 805 953	0,39%
2019	-15 976	3,70%	-591	255 241 472	0,14%
2020	-16 715	1,37%	-228	279 376 342	0,02%
Somme	-174 495	297,22%	-17 919	2 409 552 862	50,99%

**Source : nos regroupements d'après les résultats du section 2 chapitre 3.**

En appliquant la formule on obtient  $r = 0,54$  et  $r^2 = 0,29$

Nous constatons que les investisseurs sont sensibles au ROE comme indiqué par le coefficient de corrélation signifiant qu'il existe une forte corrélation positive entre le ROE et la MVA. Environ 29% de la variation de la MVA est expliquée par une variation du ROE. Cependant, l'impact n'est pas significatif puisque 71% de la variation de la MVA reste non expliquée. Suivant la conclusion précédente concernant la relation entre l'EVA et la MVA, nous pouvons souligner que le marché réagit beaucoup plus à la variation du ROE qu'à celle de l'EVA dans le cas de SAIDAL.

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

Tableau N°25 : Récapitulatif des corrélations entre les variables étudiées

Coefficient de corrélation	Taux de dette	Taux du capitaux propres	Dividende par action	Taux de croissance	Bénéfice par action	EVA	ROE
EVA	0,28	-0,28	-0,03	0,32			
MVA	0,26	-0,26	-0,54			0,50	0,54
TSR	0,22	-0,22					
Taux d'impôt	-0,25						
Cours d'action			0,43		-0,06		

Source : nos regroupements d'après les résultats du section 2 chapitre 3.

A travers ce tableau, nous constatons que toutes les variables explicatives ont un impact positif ou négatif sur la création de valeur interne et externe. Elles contribuent toutes à la variation de la valeur créée.

### Conclusion

Quant à la création de valeur, notre objectif était d'ajouter une conclusion sur la question de savoir si les décisions financières ont un impact sur la création de valeur pour les actionnaires. Pour savoir si ces décisions financières affectent positivement ou négativement la maximisation de la richesse des actionnaires, représentée par le prix du marché des actions ordinaires de la société, on a effectué une étude de cas de Groupe SAIDAL à l'aide de Bourse d'Alger pour bien comprendre le fonctionnement de marché boursière afin d'être apte d'évaluer la valeur boursière de l'entreprise.

L'évolution des résultats à partir de l'année de la cotation, permet de déterminer l'effet de la gouvernance, suite aux changements induits par la cotation en matière d'organisation de l'entreprise et des mécanismes de contrôle ainsi qu'aux décisions stratégiques. Ce qui nous a menés à mesurer la création de la valeur entre l'année 1999 et l'année 2020, en se basant sur des indicateurs internes et d'autres externes, est que l'impact des décisions stratégiques se manifeste sur le long terme, d'où l'étude de 23 ans.

Cette étude de cas nous a permis de constater que la mise en place d'un système de gouvernance par SAIDAL, a contribué à l'augmentation de la création de la valeur interne durant les premières années (1999-2009), à travers l'étude d'EVA, de ROE, de ROCE et de ROA. Selon ces indicateurs, la gouvernance de l'entreprise a un effet positif sur la valeur intrinsèque de cette société, après son introduction à la bourse d'Alger. Mais nous avons constaté un impact négatif à long terme, car les indicateurs ont commencé à diminuer à partir de 2009, et de 2014 à 2020, il y a eu une destruction continue de la valeur interne, car l'EVA a été négative pendant ces années.

Cependant, d'un point externe, les résultats de la MVA révèlent la destruction de la valeur, ce qui s'explique par la variation baissière des cours des actions, due à l'inactivité de la bourse d'Alger. La fluctuation de cours des actions et du TSR du Groupe SAIDAL dans la bourse d'Alger n'est pas due en réalité à la situation financière du groupe, mais, plutôt aux problèmes de la bourse d'Alger dont on peut citer :

## Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théorique

---

- Manque d'animation au niveau du marché secondaire, à cause d'un nombre très limité d'entreprises introduites en bourse ;
- Manque de culture boursière chez les citoyens.

En ce qui concerne la décision de financement, nous avons remarqué, à l'aide de la méthode de moindre carré qu'on a utilisé pour calculer le coefficient de corrélation, que la dette et les fonds propres ont le même impact sur la valeur intrinsèque et la valeur boursière, mais en sens inverse. Le dividende a une relation inverse avec l'EVA et la MVA bien que l'impact sur l'EVA soit négligeable. Même si la variation du dividende a un impact négatif sur la MVA, elle a une corrélation positive avec le cours de l'action. Nous avons remarqué que la sensibilité de la bourse au ROE est supérieure à celle de l'EVA.

Selon notre étude, les coefficients de corrélation appliqués au cas du Groupe SAIDAL révèlent des résultats confirmant les résultats de nombreuses études expérimentales et les hypothèses de nombreuses théories.

Nous avons également noté que, de toutes les variables, le coefficient de détermination le plus élevé était de 29% pour le ROE et la MVA. Nous n'avons donc pas pu trouver une variable qui explique la plus grande partie de la variation de la valeur intrinsèque et de la valeur de marché. Dans ce cas, nos hypothèses de recherche sont vérifiées.

# Conclusion générale

## Conclusion générale

---

Les décisions de financement et de distribution de dividendes demeurent l'un des principaux domaines fonctionnels de la finance d'entreprise. Ces décisions comportent des considérations complexes sur la manière dont les gestionnaires les déterminent et sur leur impact sur la valeur pour les actionnaires.

Au terme de notre travail de recherche portant sur les décisions financières et la création de valeur pour une entreprise cotée à la bourse d'Alger (cas du Groupe SAILDAL comme illustration), notre objectif était de comprendre comment la valeur d'une entreprise cotée à la bourse d'Alger est affectée par ces décisions financières, en testant les variables influençant cette création de valeur, notamment la décision de financement et la politique de dividende ainsi que le système de gouvernance, afin de développer et d'améliorer un outil de prise de décision financière dans les entreprises algériennes.

Pour atteindre notre objectif, nous avons divisé notre travail en trois chapitres :

Dans le premier chapitre nous avons présenté les fondements théoriques des décisions financières. Nous avons vu que depuis plus de quarante-cinq ans, les opposants et partisans de la neutralité d'influence de la décision de financement et de la politique de distribution des dividendes se sont affrontés pour se convaincre de la validité et de la rationalité de leurs théories et de leurs résultats empiriques. Après avoir passé en revue l'aspect théorique, nous nous sommes appuyés sur les renseignements de la théorie financière classique et moderne concernant les influences de la structure financière sur la valeur de l'entreprise. En plus, nous avons présenté le débat théorique autour de l'influence de la politique de dividendes sur la création de valeur de l'action.

Nous avons abordé le théorème de Modigliani et Miller en 1958 qui affirme qu'en absence d'impôt sur les sociétés, la valeur de l'entreprise est indépendante de la structure financière. D'après ce théorème, la structure financière est neutre. Suite à des nombreuses critiques adressées aux conclusions de ces deux auteurs, Modigliani et Miller dans leur article de 1963, introduisent l'incidence de l'impôt sur les sociétés, et affirment que la valeur de l'entreprise augmente au fur et à mesure que les dettes augmentent. Alors cette théorie milite en faveur de la non neutralité de la structure financière sur la création de valeur. Selon Modigliani et Miller en 1963, il existe bien une structure financière optimale qui maximise la valeur de l'entreprise, une structure qui se situe à des niveaux d'endettement différent selon les entreprises.

Ajoutant à cela, nous avons illustré un ensemble des théories moderne telle que la théorie d'agence, la théorie de signal, la théorie de compromis, la théorie de l'ordre hiérarchique et le market timing theory of capital structure qui plaide en faveur de l'existence d'une structure financière optimale qui maximise la valeur de l'entreprise.

Nous avons abordé aussi la thèse de la neutralité des dividendes, selon l'approche néoclassique des marchés en équilibre de Modigliani et Miller (1961) la politique de dividendes n'a aucun impact sur les cours boursières et la valeur de l'entreprise (il est neutre). Alors, la valeur de l'entreprise est déterminée par la capacité bénéficiaire de ses actifs et sa politique d'investissement. Par ailleurs, il existe de nombreuses théories telles que, la théorie de Gordon (1959-1962), la théorie résiduelle des dividendes de Walter (1956), le modèle d'ajustement partiel de Lintner (1956) qui ne partagent pas cette dernière proposition. Nous avons souligné que ces théories, bien qu'elles aient eu des approches différentes, sont toutes

## Conclusion générale

---

arrivées à la conclusion que le dividende a un impact sur la création de valeur d'une entreprise.

En plus, il y a plusieurs théories modernes qui mettent en lumière l'impact plus ou moins contesté de la politique de dividendes sur la création de valeur des entreprises. Parmi ces théories on a, la théorie des mandats qui montre qu'en cas des conflits entre les actionnaires et les dirigeants, les actionnaires peuvent utiliser le dividende comme une arme stratégique pour aligner les intérêts des dirigeants sur leurs intérêts. Deuxièmement, la théorie du signal considère le dividende comme un outil de communication entre l'entreprise et son marché, et un signal approprié des flux de liquidité futurs de l'entreprise.

Dans le deuxième chapitre, nous avons étudié le lien entre la gouvernance, la décision de financement, la décision de distribution des dividendes, et la création de valeur en se basant sur les théories présentées au premier chapitre. Selon notre recherche, nous avons constaté que la gouvernance joue un rôle crucial dans la création de valeur. Étant donné qu'une entreprise est composée de différentes parties prenantes avec des intérêts divergents, la gouvernance est indispensable dans l'amélioration de l'efficacité de l'organisation dans la création de valeur.

Nous avons aussi présenté les notions de la création de valeur dans le but de comprendre ce qui est la valeur et création de valeur et de démontrer l'origine de la création de valeur.

L'étude du lien entre la décision de financement et la création nous a amené à conclure que la décision de financement est un levier très important dans la création de valeur. Ce dernier appelle les entreprises à être attentive lors de la prise de la décision de financement pour qu'elle puisse éviter les décisions qui couteront l'entreprise voir détruire la valeur de l'entreprise.

Quant à la décision de distribution des dividendes, on a constaté qu'elle est un déterminant essentiel de la création de valeur. La politique de dividende n'est pas neutre, elle influence la valeur de l'entreprise d'une manière directe. Alors, les entreprises doivent choisir une politique de dividende optimale qui lui permettra de maximiser la valeur de ses actions et par conséquent la richesse de ses actionnaires.

Nous avons aussi illustré les différents indicateurs de la création de valeur. Ces indicateurs mesurent la valeur intrinsèque (la rentabilité économique, la BPA, le ROE, le ROA, la VAN, le CFROI et l'EVA) et la valeur boursière (la MVA et le TSR)

Dans le troisième et dernier chapitre, nous avons réalisé une étude empirique sur la mesure de la création de valeur. L'objectif de ce chapitre était d'appliquer le contexte des deux premiers chapitres sur le terrain et de vérifier les hypothèses posées au début de notre travail.

Afin d'aboutir à l'objectif de ce chapitre, nous l'avons divisé en trois sections. La première a porté sur la présentation du cas étudié « le Groupe SAIDAL » qui est une entreprise dont son activité principale est la fabrication des produits pharmaceutique destiné à usage humains et « la Bourse d'Alger » vue qu'on parle d'une entreprise cotée en bourse.

La deuxième section a présenté l'évolution de la valeur créée, ce qui est calculé en utilisant les différents indicateurs de mesure de la création de valeur présenté dans le deuxième chapitre. Nous avons fait une étude de type avant et après la cotation du Groupe SAIDAL à la Bourse d'Alger.

## Conclusion générale

---

Dans la troisième section, nous avons fait une analyse des résultats obtenus en calculant les coefficients de corrélation entre les variables explicatives et les variables expliqués. Pour déterminer l'intensité de la corrélation entre ces variables, nous avons procédé au calcul de coefficient de détermination.

En se référant à l'EVA, les résultats montrent que le Groupe SAIDAL a créé la valeur pour 15 ans après son introduction en bourse, l'EVA est positif de 2000 à 2014, et elle a réalisé une destruction de valeur les 6 ans qui suit, l'EVA est négatif de 2015 à 2020. De même, d'autres indicateurs tels que le ROE et le ROCE ont connu une tendance à la hausse pour les premières années jusqu'en 2009 après la cotation de la firme et commencent à tendre vers zéro.

L'application du modèle MVA a montré que le Groupe a créé la valeur boursière pour trois ans seulement depuis son introduction en bourse (l'année de son introduction en bourse 1999 et deux années après introduction en bourse 2000 et 2001). A partir de 2002 jusqu'à 2020, la MVA est ressortie négatif, ce qu'indique que le Groupe n'a pas créé la valeur boursière pendant ces années. Quant au modèle de TSR qui mesure la valeur créée par rapport au prix décaissé en prenant compte le flux liés aux dividendes et à l'évolution de cours, la valeur boursière du Groupe SAIDAL fluctuant tout au long de la période étudiée.

Selon les résultats qu'on a obtenus et les analyses que nous avons fait dans notre travail de recherche, notre première hypothèse « la mise en place des pratiques de gouvernance de l'entreprise a des effets positifs sur l'évolution de sa valeur » est partiellement vérifié. Le Groupe SAIDAL a mis en place des pratiques de gouvernance de l'entreprise et pour quelques années, sa valeur avait une tendance croissante. Nous en avons conclu que le système de gouvernance mis en place a eu un impact positif pendant une période spécifique. Sur le long terme, l'entreprise a des difficultés à créer de la valeur pour les actionnaires. Ce n'est qu'à partir de l'année 2015 que sa valeur se voit négative, alors nous ne pouvons pas rejeter cette première hypothèse.

Comme on a vu dans le chapitre 3, il existe une relation positive entre le taux de la dette et l'EVA, une relation négative entre le taux des fonds propres et l'EVA, une relation positive entre le taux de la dette et le MVA et enfin une relation négative entre le taux des fonds propres et le MVA. Cela signifie l'existence d'une influence positive et /ou négatif de la décision financière sur la création de la valeur intrinsèque et de la valeur boursière du Groupe SAIDAL, ce qui confirme notre deuxième hypothèse « La décision de financement prise par l'entreprise Algérien cotée, exerce une influence (positive ou négative) sur la création de valeur (valeur intrinsèque et valeur boursière) ».

En ce qui concerne la politique de distribution de dividendes et son impact sur la création de valeur, le coefficient de corrélation entre le dividende par action et l'EVA est ressorti négatif (-0.03) et le coefficient corrélation entre le dividende par action et MVA est négatif (-0.54), signifiant l'existence d'une relation inverse entre la politique de distribution des dividendes et la création de valeur intrinsèque et de valeur boursière du Groupe SAIDAL. Pour la valeur intrinsèque, l'impact de distribution des dividendes est négligeable alors que, pour la valeur boursière notre troisième hypothèse « La politique de distribution de dividendes pratiquée par l'entreprise Algérien cotée, exerce une influence (positive ou négative) sur la création de valeur (valeur intrinsèque et valeur boursière) » est confirmée.

## Conclusion générale

---

En réponse à la question principale posée dans l'introduction, on a constaté que le système de gouvernance, la décision de financement et la décision de distribution des dividendes ont un impact sur la création de valeur intrinsèque et boursière. Cet impact semble osciller entre significatif, peu significatif voire même absent dans la plupart des relations étudiées.

Malgré l'EVA positive enregistrée par le Groupe SAIDAL, ce qui signifie la création de valeur, ou l'augmentation du ROE, ou encore le dividende plus élevé distribué par le Groupe au cours de certaines années, la MVA était toujours négative (destruction de la valeur de marché). Chose qui laisse supposer qu'il y a bien d'autres variables plus intéressantes aux vues des investisseurs en matière de création de la valeur. Évidemment, les facteurs économiques, notamment la monnaie, le taux d'inflation, le taux d'emploi et les facteurs culturels et politiques sont considérés comme des facteurs influençant la prise de décision des investisseurs. De plus, on a constaté que l'existence d'une relation inverse entre la valeur intrinsèque et la valeur boursière est expliqué par des limites de la bourse d'Alger notamment manque de la culture financière par les investisseurs.

Les dirigeants des entreprises peuvent s'inspirer du résultat de notre travail lors de l'évaluation de l'impact des différentes décisions financières sur la création de valeur en générale et sur la création de valeur pour les actionnaires et lors de la prise des décisions, tout en gardant à l'esprit que ce travail n'est pas exempté des limites.

L'un des limites est qu'on a déduit le coût des capitaux propres de la méthode de croissance des dividendes de Gordon et Shapiro qui ne tient pas en compte du niveau de risque systématique par rapport au marché boursier dans son ensemble, c'est-à-dire qu'il n'explique pas pourquoi des actions différentes ont des coûts de capitaux propres différents. Nous avons utilisé la méthode de la croissance des dividendes au lieu du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF), car il était difficile de trouver des coefficients bêta pour chaque.

En outre, nous n'avons pas été en mesure de comparer réellement l'impact des décisions financières étudiées sur la création de valeur avant et après la cotation du Groupe SAIDAL. En effet, nous n'avons qu'une année avant la cotation et une seule année ne suffit pas à nous donner des résultats satisfaisants quant à l'impact des décisions stratégiques sur la création de valeur.

Ajoutant à cela, la création de valeur pour l'actionnaire est un vaste sujet, nous n'avons traité que l'impact de deux décisions financières sur la création de valeur pour l'actionnaire. Pour mener notre recherche, nous avons principalement examiné ce problème en se basant sur une seule entreprise. Il serait également intéressant de faire une étude plus approfondie sur la façon dont les entreprises créent de la valeur pour les actionnaires. Enfin, une étude comparative serait intéressante car elle mettrait en évidence les différences qui existent entre les entreprises et que nous n'avons pas traités dans cette étude. De ce fait, notre étude n'a pas été épuisé au maximum, alors il y a toujours une place suffisante pour des futures recherches.

# Bibliographie

## Ouvrages

**Berk J. et De Marzo P.**, « Finance d'entreprise », éd Pearson, Paris, 2008.

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

**Charreaux G.**, « Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, théories et faits », Éditions Économica, Paris, 1997.

**Charreaux G. et wirtz P.**, « Gouvernance des entreprises, Nouvelles perspectives », Economica, Paris, 2006.

**Copeland T, Koller T and Muller J.**, « Valuation: Measuring and managing the value of companies », Third Edition, Mc Kinsey & Company, 2000.

**Fernández P.**, « A Definition of Shareholder Value Creation », IESE Business School, Madrid, 2002.

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

**Rappaport A.**, « Creating shareholder value: The new standard for business performance », The Free Press A Division of Simon and Schuster I NC, New York, 1998.

**Stewart G. B.**, « The quest for value: the EVA™ management guide », Harper business, New York, 1991.

**Vernimmen P., Quiry P. et le fur Y.**, « Finance d'entreprise », Dalloz, Paris, 2015.

**Vernimmen P., Quiry P., Dalocchio M., Fur Y., Salvi A.**, «Corporate finance: theory and practice», Willey, West Sussex, 2018, P 490.

## Articles et Revues

**Baker M. et Wurgler J.**, « Market Timing and Capital Structure », The Journal of Finance, Vol 57, 2002, P 1-32.

**Cappelletti L. et Khouatra D.**, « Concepts et mesure de la création de valeur organisationnelle », Revue Comptabilité - Contrôle - Audit / Tome 10 Volume I - Juin 2004, P134.

**DeAngelo H et Masulis R.W.**, « Optimal capital structure under corporate and personal taxation », Journal of financial economics, Vol 8, 1980, P 3-29.

**Easterbrook F.H.**, « Two agency-cost explanations of dividends », The American Economic Review, Vol 74,1984, P 650-659.

**Fama E. F. et Jensen M. C.**, « Agency Problems and Residual Claims », Journal of Law and Economics, Vol 26, June 1983, P 327-49.

**Gordon M.**, « Dividend earning and stock prices », The review of economics and statistics, Vol 41, 1959, P 99-105

**Gordon M.**, « The saving investment and valuation of a corporation », The review of economics and statistics, Vol 44, 1962, P 37-51.

**Gordon B. et Shapiro E.**, « Capital equipment analysis: the required rate of profit », Management science, Vol 3, 1956, P 102-110.

**Hill C.W.L. et Jones T.M.**, « Stakeholder-agency theory », Journal of Management Studies, Vol 29, 1992, P 131-154.

**Hoarau C.**, « Modèles d'évaluation stratégique et facteurs explicatifs de la création de valeur pour l'actionnaire », Working Paper, Gregor, n° 6/2000, P 2.

**Jensen M. et Meckling W.**, « Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure », Journal of Financial Economics, Vol 3, October 1976, P 305-360.

**Kraus A. et Litzenberger R.**, « A state-preference model of optimal financial leverage », The journal of finance, 1973, P 911-922.

**Kurshev A, Strebulaev I.**, « Firm Size and Capital Structure », Journal of Finance, Vol 5, 2015.

**Lintner J.**, « Distribution of incomes of corporations among dividend, retained earnings and taxes », The American economic review, Vol 46, 1956, P 429-443.

**Matoussi H.**, « Les décisions financières de l'entreprise », Centre de publication Universitaire, 2000, P 56.

**Modigliani F. et Miller M.H.**, « The cost of capital corporation finance and the theory of investment », The American Economic Review, Vol 43, June 1958, P 261-297.

**Modigliani F. et Miller M.H.**, « Dividend policy Growth and the evaluation of shares », Journal of Business, October 1961

**Modigliani F. et Miller M.H.**, « Corporate income tax and the cost of capital: a correction » American economic review, Vol 53, 1963, P 433-443.

**Myers et Majluf.**, « Corporate financing and investment decisions when firms have informations that investors do not have », Journal of Financial Economics, Vol.13, 1984.

**Ross S.**, « The determination of capital structure: the incentive signalling approach », The Bell Journal of Economics, Vol.40, 1977.

**Shleifer A. et Vishny R.W.**, « Management entrenchment: The case of manager-specific investments », Journal of Financial Economics, Vol 25, 1989, P 123-139.

**Walter J.**, « Dividend policy and common stock prices », The journal finance, Vol 11, 1956, P 29-41.

### **Thèses et mémoires**

**Assous N.**, « Impact des décisions financière sur la création de valeur au sein des entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger », Thèse de Doctorat, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2015.

### **Sites Internet**

<http://www.saidalgroup.dz/fr/notre-groupe/historique> consulte le 5 Aout 2021

[https://www.sgbv.dz/page=details\\_societe&id\\_soc=28&lang=fr](https://www.sgbv.dz/page=details_societe&id_soc=28&lang=fr) consulte le 5 Aout 2021

<https://www.aps.dz/economie/90391-presentation-de-la-bourse-d-alger> consulte le 9 Aout 2021

2000 Stern Stewart Performance Ranking, Sweden [www.sternstewart.com](http://www.sternstewart.com),

### **Autres documents**

Mcknsey global investor opinion on corporate governance survey, 2002.

**Cadbury A.**, « Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance », Gee, London, 1992.

## Liste des tableaux et des figures

### Liste des tableaux

N°	Désignation	Page
1	Caractéristiques des entreprises A et B en DA	9
2	L'évolution du ratio du capital propre et du ratio de l'endettement (en million de DA)	61
3	L'évolution du ratio de l'impôt (en million de DA)	63
4	Détermination de la variation du total de l'actif (en million de DA)	64
5	L'évolution du ROA (en millions de DA)	65
6	Evolution du ROE de 1998 à 2020 (en millions de DA)	67
7	L'évolution de la ROCE (en million de DA)	70
8	Calcul du cout moyen pondère du capital de l'entreprise « WACC »	72
9	L'évolution de la valeur ajoutée économique (EVA) (en million de DA)	73
10	L'évolution de la MVA (en million de DA)	75
11	L'évolution de TSR (en million de DA)	77
12	Détermination de corrélation entre le taux de la dette et EVA (en million de DA)	80
13	Détermination de corrélation entre le taux de la dette et MVA (en million de DA)	81
14	Détermination de corrélation entre le taux de la dette et le taux d'impôt (en million de DA)	82
15	Détermination de corrélation entre les fonds propres et EVA (en million de DA)	84
16	Détermination de corrélation entre les fonds propres et MVA (en million de DA)	85
17	Détermination de corrélation entre les fonds propres et TSR (en million de DA)	86
18	Détermination de corrélation entre les dividendes distribués et le cours de l'action (en million de DA).	88
19	Détermination de corrélation entre dividendes versée et la MVA (en million de DA)	89
20	Détermination de corrélation entre dividendes versée et la EVA (en million de DA)	90
21	Détermination de corrélation entre taux de croissance et la EVA (en million de DA)	92
22	Détermination de corrélation entre BPA et le cours d'action (en million de DA)	93
23	Détermination de corrélation entre l'EVA et la MVA (en million de DA)	94
24	Détermination de corrélation entre le ROE et la MVA (en million de DA)	95
25	Récapitulatif des corrélations entre les variables étudiées	96

## Liste des Figures

<b>N°</b>	<b>Désignation</b>	<b>Page</b>
1	Démonstration graphique de CMPC et taux d'endettement en marchés parfaits	11
2	Répartition des flux de trésorerie en fonction de la structure financier d'une entreprise	15
3	Coût des capitaux propres en présence d'impôts	16
4	Evolution des indicateurs financiers	44
5	Organigramme du Groupe SAIDAL	57
6	L'évolution du ratio de l'endettement et du ratio du capital propre	62
7	L'évolution du ROA de 1998 à 2020	66
8	L'évolution du ROE de 1998 à 2020	68
9	L'évolution de la ROCE de 1998 à 2020	71
10	L'évolution de l'EVA de 1998 à 2020	74
11	L'évolution de MVA de 1998 à 2020	76
12	L'évolution de TRS de 1998 à 2020	78

# Annexes

### Cours boursiers de la clôture des actions et dividendes distribués : Groupe SAIDAL

Années	Cours boursiers de la clôture des actions	Dividendes distribués
1999	765	36
2000	780	20
2001	510	40
2002	430	9
2003	380	24
2004	345	20
2005	360	20
2006	440	23
2007	400	11
2008	380	35
2009	385	35
2010	520	35
2011	715	35
2012	620	40
2013	450	40
2014	560	40
2015	640	40
2016	600	40
2017	660	45
2018	635	45.5
2019	580	25
2020	552	25

Source : [www.sgbv.com](http://www.sgbv.com)

# Table des matières

## Table des matières

<b>Introduction générale.....</b>	<b>1</b>
<b>Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la création de valeur .....</b>	<b>6</b>
Introduction .....	7
Section 1 : Théorème de la neutralité (Modigliani et Miller 1958) .....	7
1 Les hypothèses du théorème de la neutralité. ....	8
2 Les deux propositions de Modigliani et Miller (1958) .....	8
2-1 Proposition 1 : La neutralité de la structure de financement .....	8
2-2 Proposition 2 : Comment l'accroissement de l'effet de levier affecte le coût des fonds propres ? .....	10
3 La Neutralité de la politique des dividendes : la thèse de Modigliani et Miller .....	12
4 Les critiques du théorème de neutralité. ....	13
4-1 Les critiques du théorème de neutralité de la structure financière.....	13
4-2 Les critiques du théorème de neutralité des dividendes.....	13
Section 2 : Théorème de la non neutralité.....	13
1 L'impact de la dette sur la valeur de l'entreprise soumise à l'impôt des sociétés .....	13
1-1 Coût des capitaux propres .....	15
1-2 Coût moyen pondéré des capitaux .....	16
2 Les critiques de la théorie de Modigliani et Miller (1963) .....	16
2-1 L'épuisement fiscal.....	17
2-2 Les coûts de faillite .....	17
3 Politique de dividende.....	17
3-1 La théorie de Gordon (1959-1962) .....	18
3-2 La théorie résiduelle des dividendes : le modèle de Walter (1956).....	19
3-3 Le modèle d'ajustement partiel : Lintner (1956) .....	19
Section 3 : Les théories modernes.....	20
1 La théorie du compromis .....	20
2 La théorie d'agence et appréciation de la création de valeur.....	20
2-1 Théorie d'agence et endettement .....	21
2-2 Théorie d'agence et distribution des dividendes.....	21
3 La théorie de signale .....	22
3-1 Le signal par l'endettement.....	23
3-2 Le signal par distribution de dividende.....	23
4 La théorie de l'ordre hiérarchique .....	23
5 Les modèles de « market timing theory of capital structure ».....	24

<b>Conclusion.....</b>	<b>26</b>
<b>Chapitre 2 : Gouvernance, décisions financières et création de valeur. ....</b>	<b>27</b>
<b>Introduction .....</b>	<b>28</b>
Section 1 : Gouvernance d'entreprise et la création de valeur .....	28
1 La notion de gouvernance d'entreprise et les théories financières .....	29
1-1 Définition de la gouvernance d'entreprise .....	29
1-2 Les théories financières et la gouvernance .....	29
1-2-1 La théorie néoclassique.....	29
1-2-2 La théorie de l'agence .....	30
1-2-3 La théorie de l'enracinement .....	30
2 Les mécanismes servant à aligner l'objectif des dirigeants sur celui des actionnaires..	31
2-1 Politique de rémunération .....	31
2-2 Mécanisme de contrôle .....	32
2-2-1 Le conseil d'administration.....	32
3 La relation entre la gouvernance d'entreprise et les décisions financières .....	33
3-1 La relation entre gouvernance d'entreprise et la décision d'investissement.....	33
3-2 La relation entre gouvernance d'entreprise et la décision de financement.....	34
Section 2 : La décision financière et la création de valeur .....	34
1 Fondements notionnels de création de la valeur .....	35
1-1 Définition de la valeur économique .....	35
1-2 Définition de la valeur actionnariale.....	36
1-3 Le concept de création de valeur .....	36
1-3-1 Définition de la création de valeur .....	36
1-3-2 L'émergence de valeur actionnariale .....	37
1-3-3 Les différents exigences de la valeur .....	37
1-3-3-1 L'excellence dans les opérations .....	37
1-3-3-2 Bien mettre en place la structure financière.....	37
1-3-3-3 Être concentré .....	38
1-3-3-4 Croissance des revenus crédibles.....	38
2 La décision de financement et création de valeur .....	39
2-1 Les différents modes de financement et la création de valeur. ....	39
2-1-1 L'autofinancement, .....	39
2-1-2 Les sources de financement externe .....	40
2-1-2-1 Le financement par l'augmentation du capital.....	40
2-1-2-2 Le financement par emprunt .....	40

3	Décision de dividendes et la création de valeur .....	42
3-1	Les politiques de distribution des dividendes .....	42
3-1-1	La politique de distribution maximale de distribution des dividendes .....	42
3-1-2	La politique résiduelle de distribution des dividendes .....	43
3-1-3	La politique minimale de distribution des dividendes .....	43
3-1-4	La politique stable de distribution des dividendes .....	43
Section 3 : Mesure de la création de valeur .....		44
1	La valeur intrinsèque.....	45
1-1	Les indicateurs de rentabilité .....	45
1-1-1	ROE (Return on Equity) .....	45
1-1-2	BPA (Bénéfice par actions) .....	45
1-1-3	Le ROA (Return On Assets) .....	46
1-2	Les indicateurs financiers .....	47
1-2-1	La valeur actuelle nette (VAN).....	47
1-2-2	Cash-Flow Return On Investment (CFROI) .....	48
1-3	Les indicateurs hybrides .....	49
1-3-1	L'indicateur « EVA ».....	49
2	La valeur boursière .....	50
2-1	Total Shareholder Return (TSR).....	50
2-2	L'indicateur MVA .....	51
<b>Conclusion.....</b>		<b>52</b>
<b>Chapitre 3 : Cas du Groupe SAIDAL comme illustration des développements théoriques</b> .....		<b>54</b>
<b>Introduction .....</b>		<b>55</b>
Section 1 : Présentation générale du Groupe SAIDAL.....		55
1	Historique du Groupe SAIDAL .....	56
2	Organisation du Groupe SAIDAL .....	56
2-1	La direction générale du groupe .....	57
2-2	Les sites de production.....	57
2-3	Les centres de distribution .....	57
3	L'origine et les objectifs de l'introduction en bourse .....	59
3-1	L'origine de l'introduction de SAIDAL en bourse .....	59
3-2	Les objectifs de l'introduction de SAIDAL en bourse .....	59
4	Présentation de bourse d'Alger .....	59
Section 2 : Présentation de l'évolution des indicateurs de valeur en sein de Groupe SAIDAL .....		60

1 Variables explicatives ou variables indépendantes.....	60
1-1 Le ratio d'endettement et le ratio de capitaux propres.....	60
1-2 L'impôt .....	63
1.3 Les opportunités de croissance.....	64
2 Les variables dépendantes.....	65
2-1 Indicateurs de création de valeur intrinsèque.....	66
2-1-1 Return on assets (ROA) .....	66
2-1-2 Return on Equity (ROE) .....	68
2-1-3 Valeur ajoutée économique ou EVA .....	69
2-1-3-1 ROCE.....	69
2-1-3-2 Détermination du coût du capital (CMPC).....	70
2-2 Les indicateurs de création de valeur boursier.....	75
2-2-1 Market Value Added (MVA).....	75
2-2-2 Total Shareholder Return (TSR).....	77
Section 3 : Analyse des résultats .....	79
1 L'impact de la dette sur la valeur intrinsèque et la valeur boursière .....	80
1-1 Corrélation entre le taux de la dette et EVA .....	80
1-2 Corrélation entre le taux de la dette et MVA .....	82
1-3 Corrélation entre le taux de la dette et le taux d'impôt.....	83
2 L'impact des fonds propres sur la valeur intrinsèque et la valeur boursière .....	84
2-1 Corrélation entre les fonds propres et EVA .....	84
2-2 Corrélation entre les fonds propres et MVA.....	85
2-3 Corrélation entre les fonds propres et TSR.....	86
3 L'impact de décision de dividende sur la valeur intrinsèque et la valeur boursière .....	88
3-1 La corrélation entre les dividendes distribués et le cours de l'action .....	88
3-2 La corrélation entre les dividendes distribués et la MVA.....	89
3-3 La corrélation entre les dividendes distribués et la EVA.....	90
4 Autres analyses .....	92
4-1 La corrélation entre taux de croissance et la EVA.....	92
4-2 La corrélation entre BPA et le cours d'action.....	93
4-3 La corrélation entre l'EVA et la MVA (en millions de DA) .....	94
4-4 La corrélation entre le ROE et la MVA (en million de DA) .....	95
<b>Conclusion.....</b>	<b>97</b>
<b>Conclusion générale .....</b>	<b>99</b>
<b>Bibliographie .....</b>	<b>104</b>

<b>Liste des tableaux et des figures.....</b>	<b>108</b>
<b>Annexes .....</b>	<b>110</b>
<b>Table des matières.....</b>	<b>145</b>

## **Résumé**

Les décisions financières demeurent l'un des principaux domaines fonctionnels de la finance d'entreprise. Depuis plusieurs décennies, le débat académique sur les décisions de financement et de distribution de dividendes se poursuit, les chercheurs tentant d'analyser et d'expliquer l'impact de ces décisions sur la création et la maximisation de la valeur pour les actionnaires, raison fondamentale de l'existence des entreprises. Les chercheurs n'ont pas trouvé de réponses conclusives pour clore le débat ; au contraire, les efforts visant à rassembler les éléments de la dynamique du financement et des dividendes ont soulevé plus de questions, créant ainsi l'énigme du financement et des dividendes. La présente étude, a donc cherché à contribuer au débat sur les décisions de financement et de distribution de dividende en analysant l'impact de ces décisions sur la valeur intrinsèque et la valeur de marché du Groupe SAIDAL qui est cotée à la bourse d'Alger sur une période allant de 1998 à 2020. Elle utilise également différentes mesures de la création de valeur dans un cadre intégré afin de fournir une analyse complète du problème. Les hypothèses ont été testées en calculant le coefficient de corrélation pour vérifier l'impact des décisions financières sur la création de valeur. Cette étude apporte une contribution à la masse de connaissances existantes, en particulier pour les contextes économiques émergents.

**Mots clés :** Valeur intrinsèque, valeur boursière, gouvernance, décisions de financement, décisions de distribution de dividende, ROE, EVA, MVA, TSR, Groupe SAIDAL, Bourse d'Alger.

## **Abstract**

Financial decisions remain one of the key functional areas in corporate finance. For many decades, the academic debate on financing and pay-out decisions has been ongoing as researchers attempted to analyse and explain how these decisions impact the creation and maximisation of value for shareholders; the fundamental reasons why companies exist. Researchers have not found conclusive answers to put the debate to rest; rather attempts to put together pieces of the financing, dividend dynamics have raised more questions, and hence the finance and dividend puzzle. The current study, thus sought to contribute to financing and distribution decisions' debate by analysing the impact of these decision on the intrinsic and market value of SAIDAL Groupe which is listed on Algiers stock exchange over a period 1998-2020. It also uses different measures of value creation in an integrated framework in order to provide a comprehensive analysis of the problem. The hypotheses were tested by calculating the coefficient of correlation to check the impact of financial decisions on value creation. This study makes contribution to existing body of knowledge, particularly, for emerging economic settings.

**Keywords:** intrinsic value, market value, governance, financing decisions, dividend distribution decisions, ROE, EVA, MVA and TSR, SAIDAL Groupe, Algiers Stock Exchange.

**GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA**  
**Direction des Finances et du Portefeuille**

**DATE DE CLÔTURE : 31/12/2012**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012			31/12/2011
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
	Écart d'acquisition (ou goodwill)				
	Immobilisations incorporelles	197 288 659,28	176 738 016,15	20 550 643,13	28 549 179,29
	Immobilisations corporelles				
	Terrains	4 583 697 150,84		4 583 697 150,84	4 574 051 920,06
	Bâtiments	7 397 747 023,53	5 179 180 249,38	2 218 566 774,15	2 207 555 194,66
	Autres immobilisations corporelles	15 623 113 611,00	12 782 105 785,39	2 841 007 825,61	3 154 758 633,07
	Immobilisations en concession	11 014 278,00	333 766,00	10 680 512,00	
	Immobilisations en cours	1 203 233 977,48		1 203 233 977,48	629 850 608,69
	Immobilisations financières				
	Titres mis en équivalences - entreprises associées				
	Autres participations et créances rattachées	184 936 125,00	25 798 499,82	159 137 625,18	355 434 398,22
	Autres titres immobilisés				
	Prêts et autres actifs financiers non courants	30 169 720,32		30 169 720,32	22 578 706,97
	Impôts différés actif	387 701 216,20		387 701 216,20	188 252 038,52
	<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>29 618 901 761,66</b>	<b>18 164 166 316,74</b>	<b>11 454 745 444,93</b>	<b>11 181 639 663,69</b>
	<b>ACTIFS COURANTS</b>				
	Stocks et encours	7 584 873 527,50	1 409 488 300,45	6 175 385 227,05	6 250 258 341,66
	Créances et emplois assimilés				
	Clients	6 348 332 441,30	1 653 374 493,16	4 694 957 948,14	3 858 127 846,70
	Autres débiteurs	353 452 406,66	16 366,61	353 436 040,24	54 920 016,67
	Impôts	516 413 807,36	345 955 271,32	170 458 536,04	115 389 530,12
	Autres actif courant				
	Disponibilités et assimilés				
	Placements et autres actifs financiers courants	18 642 616,69		18 642 616,69	18 638 212,26
	Trésorerie	7 275 589 341,58	122 069 860,32	7 153 519 481,26	5 819 608 239,40
	<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>22 097 304 341,48</b>	<b>3 639 904 291,86</b>	<b>18 566 400 049,53</b>	<b>16 116 940 187,04</b>
	<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>51 716 206 103,14</b>	<b>21 804 070 608,60</b>	<b>30 021 145 494,46</b>	<b>27 277 870 867,73</b>

**GROUPE INDUSTRIEL SAÏDÂL SPA**  
**Direction des Finances et du Portefeuille**

**DATE DE CLOTURE : 31/12/2012**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé		
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	8 767 303 972,03	7 452 913 713,45
	Ecarts de réévaluation	645 898 091,73	900 905 964,74
	Écart d'équivalence	0,00	
	Résultat Net	1 965 160 951,44	2 060 480 315,80
	Autres capitaux propres -report à nouveau	28 874 721,33	116 850 810,38
	Intérêts minoritaires	839 268 275,80	764 331 738,25
	<b>TOTAL I</b>	<b>14 746 606 012,32</b>	<b>13 796 482 642,61</b>
	<b><u>PASSIFS NON COURANTS</u></b>		
	Emprunts et dettes financières	1 851 741 010,35	1 595 341 088,53
	Impôts (différés et provisionnés)	359 962 619,95	261 218 542,42
	Autres dettes non courantes	0,00	
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	4 129 700 666,41	3 882 241 343,10
	<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>6 341 404 296,71</b>	<b>5 741 800 974,06</b>
	<b><u>PASSIFS COURANTS</u></b>		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 250 392 942,41	3 166 135 431,44
	Impôts	551 586 033,66	473 910 601,06
	Autres dettes	3 662 731 669,91	2 943 656 219,19
	Trésorerie passif	1 468 524 539,53	1 154 985 099,37
	<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>8 933 235 185,51</b>	<b>7 740 687 351,06</b>
	<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>30 021 145 494,54</b>	<b>27 277 970 867,73</b>

**GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA**  
**Direction des Finances et du Portefeuille**

**DATE DE CLOTURE : 31/12/2012**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	Chiffre d'affaires	13 895 054 472,57	13 504 270 700,95
	Variation stocks produits finis et en cours	229 626 444,54	-814 751 265,22
	Production immobilisée		
	Subvention d'exploitation		
	<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>14 124 680 917,11</b>	<b>12 689 519 435,74</b>
	Achats consommés	-5 246 886 845,95	-4 699 658 292,69
	Services extérieurs et autres consommations	-914 334 046,84	-905 122 461,07
	<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-6 161 220 892,79</b>	<b>-5 604 780 753,76</b>
	<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>7 963 460 024,32</b>	<b>7 084 738 681,98</b>
	Charges de personnel	-3 809 104 894,13	-3 342 926 582,67
	impôts, taxes et versements assimilés	-228 139 765,86	-262 932 101,17
	<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>3 926 215 364,31</b>	<b>3 458 879 998,13</b>
	Autres produits opérationnels	372 976 278,55	250 864 778,47
	Autres charges opérationnelles	-207 496 681,94	-327 946 833,72
	Dotations aux amortissements,provisions et pertes de valeur	-2 144 929 104,62	-1 488 030 462,38
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	575 024 462,41	730 292 504,92
	<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>2 521 790 318,71</b>	<b>2 624 059 985,42</b>
	Produits financiers	100 796 850,14	102 440 136,94
	Charges financières	-225 135 653,69	-201 298 040,78
	<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-124 338 803,55</b>	<b>-98 857 903,84</b>
	<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>	<b>2 397 451 515,15</b>	<b>2 525 202 081,58</b>
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-489 506 617,86	-431 623 267,03
	Impôts différés ( variation ) sur résultat ordinaires	105 369 639,88	3 128 993,10
	<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>15 264 646 326,18</b>	<b>13 776 767 416,26</b>
	<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-13 267 975 918,89</b>	<b>-11 679 016 474,41</b>
	<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 996 670 407,30</b>	<b>2 097 750 941,85</b>
	Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )	0,00	
	Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )	-3 985 277,20	-90,06
	<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>-3 985 277,20</b>	<b>-90,06</b>
	<b>X - RESULTAT DE L'EXERCICE</b>	<b>1 992 685 130,10</b>	<b>2 097 760 851,79</b>
	Résultat minoritaires	27 524 178,66	37 270 535,99
	<b>XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 965 160 951,44</b>	<b>2 060 480 316,80</b>

SADAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	75 394 752,26	53 250 858,20	22 143 894,06			75 394 752,26	53 250 858,20	22 143 894,06
21	Valeurs incorporelles	94 511 459,44	90 891 187,31	3 620 272,13			94 511 459,44	90 891 187,31	3 620 272,13
22	Terrains	360 832 211,45		360 832 211,45			360 832 211,45	0,00	360 832 211,45
24	Équipements de product	15 821 761 926,28	12 479 464 834,40	3 342 297 091,88			15 821 761 926,28	12 479 464 834,40	3 342 297 091,88
25	Équipements sociaux	31 939 748,73	20 224 979,31	11 714 769,42			31 939 748,73	20 224 979,31	11 714 769,42
28	Investissements en col	1 234 755 418,85		1 234 755 418,85			1 234 755 418,85	0,00	1 234 755 418,85
	<b>INVESTISSEMENTS</b>	<b>17 619 195 817,02</b>	<b>12 643 631 859,22</b>	<b>4 976 363 657,80</b>			<b>17 619 195 817,02</b>	<b>12 643 631 859,22</b>	<b>4 976 363 657,80</b>
30	Marchandises	727 670 595,94		727 670 595,94			0,00	0,00	0,00
31	Matières et fournitures	1 749 971 442,21	151 283 614,76	1 598 687 827,45		727 670 595,94	1 749 971 442,21	151 283 614,76	1 598 687 827,45
33	Produits semi finis	52 810 376,73	1 715 245,40	51 095 131,33			52 810 376,73	1 715 245,40	51 095 131,33
35	Produits finis	1 228 151 184,04	39 855 975,57	1 188 295 208,47		66 151 872,36	1 889 669 907,62	39 855 975,57	1 849 813 932,05
36	Déchets et rebuts			0,00			0,00	0,00	0,00
37	Stocks à l'extérieur	258 653 980,28		258 653 980,28			258 653 980,28	0,00	258 653 980,28
	<b>STOCKS</b>	<b>4 017 257 579,20</b>	<b>192 854 835,73</b>	<b>3 824 402 743,47</b>			<b>3 851 105 706,84</b>	<b>192 854 835,73</b>	<b>3 758 250 871,11</b>
42	Créances d'investissem	3 198 040 511,72	37 597 497,59	3 160 443 014,13		1 977 500 000,00	1 220 540 511,72	37 597 497,59	1 182 943 014,13
43	Créances de stocks	50 991 648,05		50 991 648,05		2 500 000,00	48 491 648,05	0,00	48 491 648,05
44	Créances sur ass et s	6 910 018 559,44		6 910 018 559,44		6 807 364 936,57	102 653 622,87	0,00	102 653 622,87
45	Avances pour compte	492 534 696,85		492 534 696,85		138 114 915,11	354 419 781,74	0,00	354 419 781,74
46	Avances d'exploitation	155 835 818,84	604 555,00	155 231 263,84			155 835 818,84	604 555,00	155 231 263,84
47	Créances sur clients	8 312 224 975,74	629 198 545,85	7 683 026 429,89		4 984 592 995,37	3 317 631 980,37	629 198 545,85	2 688 433 434,52
48	Disponibilités	1 097 525 765,75	76 896 881,94	1 020 628 883,81		83 582 795,23	1 097 525 765,75	76 896 881,94	1 020 628 883,81
40	Comptes débiteurs du	102 618 408,28		102 618 408,28			19 035 613,05	0,00	19 035 613,05
	<b>CREANCES</b>	<b>20 319 790 384,67</b>	<b>744 297 480,38</b>	<b>19 575 492 904,29</b>			<b>6 316 134 742,39</b>	<b>744 297 480,38</b>	<b>5 571 837 262,01</b>
	<b>RESULTAT (PERTE)</b>								
	<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>41 956 243 480,89</b>	<b>13 580 984 175,33</b>	<b>28 375 259 305,56</b>			<b>27 886 435 966,25</b>	<b>13 580 984 175,33</b>	<b>14 305 451 790,92</b>

SAIDAL SPA  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

**BILAN (PASSIF) RETRAITE**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 918 853 944,04		480 251 331,02	2 399 105 275,06
14	Subventions reçues	44 792 164,06			44 792 164,06
15	Ecart de réévaluation	783 200 651,16			783 200 651,16
18	R.I.A	-19 748 668,98		19 748 668,98	0,00
19	Provisions pour perte et	44 893 326,36			44 893 326,36
	<b>FONDS PROPRES</b>	<b>7 249 491 416,64</b>			<b>5 771 991 416,64</b>
52	Dettes d'investissement	3 129 536 783,98	42 573 644,18		3 086 963 139,80
53	Dettes de stocks	2 780 008 648,97	1 743 262 152,83		1 036 746 496,14
54	Détention pour compte	68 207 066,66			68 207 066,66
55	Dettes sur ass et stes	10 394 135 970,48	9 255 572 433,34		1 138 563 537,14
56	Dettes d'exploitation	940 143 510,42	73 691 913,84		866 451 596,58
57	Avances commerciales	102 636 984,85	21 543 081,06		81 093 903,79
58	Dettes financières	2 675 436 189,76	889 512 417,03		1 785 923 772,73
50	Comptes créditeurs de	38 955 660,70			38 955 660,70
	<b>DÉTTES</b>	<b>20 129 060 815,82</b>			<b>8 102 905 173,54</b>
	<b>RESULTAT ( BENEFICE</b>	<b>996 707 073,10</b>	<b>566 151 872,36</b>		<b>430 555 200,74</b>
	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>28 375 259 305,56</b>			<b>14 325 461 790,92</b>

SAIDAL SPA  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		6 088 417 043,60	6 030 393 087,18			58 023 956,42
60	Marchandises consommées	5 609 001 184,81			5 564 012 718,70	44 988 466,11	
80	MARGE BRUTE		479 415 858,79				13 035 490,31
71	Production vendue		6 206 862 010,23		331 388 346,16		6 538 250 356,39
72	Production stockée	219 309 671,04			93 866 312,77	125 443 358,27	0,00
73	P.E.P.E.M		8 845 079,15				8 845 079,15
74	Prestations fournies		196 177 718,61	71 609 350,13			124 568 368,48
75	Transfert de charges de production		73 182 350,86				73 182 350,86
61	Matières et fourns cons	2 550 610 120,44			23 612 153,97	2 526 997 966,47	
62	Services	484 708 851,55			86 905 999,96	397 802 851,59	
81	VALEUR AJOUTEE		3 709 854 374,61				3 707 637 468,06
77	Produits divers		553 581 123,79	500 000 000,00			53 581 123,79
78	Transfert de charges d'exploitation		50 170 780,11				50 170 780,11
63	Frais de personnel	1 995 047 609,77				1 995 047 609,77	
64	Impôts et taxes	199 615 681,11				199 615 681,11	
65	Frais financiers	255 011 835,70				255 011 835,70	
66	Frais divers	56 741 913,74				56 741 913,74	
68	Dot aux amortissements	440 018 601,96				440 018 601,96	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 367 170 638,23				864 953 730,48
79	Produits hors exploitation		518 416 621,36				518 416 621,36
69	Charges hors exploitati	657 986 793,81			2 216 905,78	655 769 888,06	
84	RESULTAT HORS EX	139 570 172,45				137 353 266,70	
	Résultat brut de l'exercice		1 227 600 463,78				727 600 483,78
	Marge sur stocks P.F						66 151 872,38
	Impôts sur le bénéfice	230 893 390,68				230 893 390,68	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		996 707 073,10				430 555 200,74

SAIDAL SPA  
D.P.S.F.

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTIS PROVISIONS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTIS PROVISIONS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	229 739 385,34	77 719 847,47	152 019 537,87			229 739 385,34	77 719 847,47	152 019 537,87
21	Valeurs incorporelles	96 856 724,64	3 612 842,66	3 612 842,66			96 856 724,64	3 612 842,66	3 612 842,66
22	Terrains	360 832 211,45		360 832 211,45			360 832 211,45		360 832 211,45
24	Équipements de production	17 163 528 072,52	13 002 481 054,80	4 161 047 017,72			17 163 528 072,52	13 002 481 054,80	4 161 047 017,72
25	Équipements sociaux	32 454 764,28	21 499 364,78	10 955 399,50			32 454 764,28	21 499 364,78	10 955 399,50
28	Investissements en cours	78 055 935,67		78 055 935,67			78 055 935,67		78 055 935,67
	<b>INVESTISSEMENTS</b>	<b>17 961 467 093,90</b>	<b>13 194 944 148,83</b>	<b>4 766 522 945,07</b>			<b>17 961 467 093,90</b>	<b>13 194 944 148,83</b>	<b>4 766 522 945,07</b>
30	Marchandises	709 605 914,59		709 606 614,59		709 606 614,59			
31	Matières et fournitures	1 803 200 738,53	172 309 114,16	1 630 891 624,37			1 803 200 738,53	172 309 114,16	1 630 891 624,37
33	Produits semi finis	75 494 045,98	6 719 789,25	68 774 276,73			75 494 045,98	6 719 789,25	68 774 276,73
35	Produits finis	1 716 048 830,81	32 329 209,43	1 683 719 621,38	709 606 614,59	64 509 682,24	2 381 145 753,16	32 329 209,43	2 328 816 543,73
37	Stocks à l'extérieur	278 720 941,39		278 720 941,39			278 720 941,39		278 720 941,39
	<b>STOCKS</b>	<b>4 583 071 171,30</b>	<b>211 358 092,84</b>	<b>4 371 713 078,46</b>			<b>4 518 561 479,06</b>	<b>211 358 092,84</b>	<b>4 307 203 386,22</b>
42	Créances d'investissement	3 207 447 515,48		3 125 384 448,55		1 977 500 000,00	1 229 947 515,48	82 063 056,83	1 147 884 448,65
43	Créances de stocks	63 365 269,57		63 365 269,57			63 365 269,57		63 365 269,57
44	Créances sur associés et stes app	7 816 668 919,44		7 816 668 919,44		7 731 980 935,21	84 687 984,23	46 361 690,06	84 687 984,23
45	Avances pour compte	552 325 349,25	48 361 690,06	503 963 659,19			374 761 749,62	46 361 690,06	326 400 059,56
46	Avances d'explicitation	84 484 973,53	604 555,00	83 880 418,53			84 484 973,53	604 555,00	83 880 418,53
47	Créances sur clients	8 859 233 588,80	687 712 124,51	8 171 521 464,09		5 397 737 663,47	3 461 495 925,13	687 712 124,51	2 773 783 800,62
48	Disponibilités	819 031 155,18	76 896 881,94	742 134 273,24		4 000 455,47	819 031 155,18	76 896 881,94	742 134 273,24
40	Comptes débiteurs du passif	51 138 841,21		51 138 841,21			47 138 485,74		47 138 485,74
	<b>CREANCES</b>	<b>21 453 696 712,28</b>	<b>898 638 316,34</b>	<b>20 658 057 393,92</b>			<b>6 164 913 058,48</b>	<b>898 638 316,34</b>	<b>5 269 274 740,14</b>
	<b>RESULTAT (PERTE)</b>								
	<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>43 898 233 977,46</b>	<b>14 301 940 560,91</b>	<b>29 656 293 417,45</b>			<b>28 644 841 631,44</b>	<b>14 301 940 560,91</b>	<b>14 343 001 071,43</b>

SAIDAL SPA

D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

## BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 800 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	2 079 810 634,08		560 000 000,00	2 639 810 634,08
14	Subventions reçues	33 620 084,58			33 620 084,58
15	Ecart de réévaluation	701 696 903,62			701 696 903,62
18	R.I.A	3 019 848,32			3 019 848,32
19	Provisions pour perte et charges	28 591 362,50			28 591 362,50
	<b>FONDS PROPRES</b>	<b>7 324 238 853,10</b>			<b>5 906 738 853,10</b>
52	Dettes d'investissement	2 774 418 756,83	62 105 328,96		2 712 313 427,87
53	Dettes de stocks	2 749 133 273,70	1 797 499 664,21		951 633 609,49
54	Détention pour compte	50 662 563,33			50 662 563,33
55	Dettes sur associés et stes app	11 878 818 111,29	10 613 180 330,85		1 265 637 780,44
56	Dettes d'exploitation	902 791 245,10	41 596 988,81		861 194 256,29
57	Avances commerciales	175 124 920,00	19 607 842,07		155 517 077,93
58	Dettes financières	2 614 804 518,57	758 790 959,85		1 856 013 558,72
50	Comptes créditeurs de l'actif	54 307 650,73	18 501 539,13		35 806 111,60
	<b>DETTES</b>	<b>21 200 061 039,55</b>			<b>7 888 778 386,77</b>
	<b>RESULTAT (BENEFICE)</b>	<b>1 171 993 824,80</b>	<b>624 509 692,24</b>		<b>547 483 832,56</b>
	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>29 696 293 417,45</b>			<b>14 343 001 071,43</b>

SAIDAL SPA

D.P.S.F.

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

## BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		6 469 268 543,64	5 930 281 559,47	5 464 773 144,83	506 791 853,83	530 006 984,17
60	Marchandises consommées	5 971 565 028,66					
80	MARGE BRUTE		497 723 514,98				23 215 100,34
71	Production vendue		5 958 186 830,70		454 555 789,78		6 412 742 620,48
72	Production stockée		522 834 918,11	34 184 752,96			488 750 165,23
73	P.E.P.E.M		788 081,37				788 081,37
74	Préstations fournies		353 759 565,55	74 146 026,71			279 611 538,84
75	Transfert de charges de production		104 122 239,29				104 122 239,29
61	Matières et fourts consommés	2 891 048 910,19			27 057 291,04	2 563 991 619,15	
62	Services	558 513 541,63			92 702 229,55	465 811 311,98	
81	VALEUR AJOUTEE		4 287 962 698,18	560 000 000,00			4 279 436 814,42
77	Produits divers		578 228 988,51				18 226 988,51
78	Transfert de charges d'exploitation		48 687 103,48				48 687 103,48
63	Frais de personnel	2 122 146 018,69				2 122 146 018,69	
64	Impôts et taxes	175 465 035,28				175 465 035,28	
65	Frais financiers	223 700 807,38				223 700 807,38	
66	Frais divers	68 183 350,67				68 183 350,67	
68	Dot aux amortissements	537 190 191,36				537 190 191,36	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 788 181 386,77				1 219 665 503,01
79	Produits hors exploitation		406 799 987,76	718 880,28			406 081 107,48
69	Charges hors exploitation	795 313 979,54			9 244 764,04	786 059 215,50	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	388 513 991,78				378 368 108,02	
	Résultat brut de l'exercice		1 399 677 394,98				838 677 394,98
	Marge sur stocks P.F						-64 809 882,24
	Impôts sur le bénéfice	227 683 870,19				227 683 870,19	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 171 893 534,80				847 463 632,66

SAIDAL SPA  
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	8 077 500 000,00	2 577 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	2 883 513 404,14		282 000 000,00	2 905 513 404,14
14	Subventions reçues	27 889 328,78			27 889 328,78
15	Ecart de réévaluation	620 193 198,27			620 193 198,27
18	R.I.A	8 887 288,03			8 887 288,03
19	Provisions pour perte et charges	24 041 845,53			24 041 845,53
	<b>FONDS PROPRES</b>	<b>8 438 938 023,73</b>			<b>8 143 338 023,73</b>
52	Dettes d'investissement	2 879 483 907,01	87 407 843,47		2 812 086 063,54
53	Dettes de stocks	2 740 747 236,16	1 988 983 886,26		871 763 349,90
54	Détention pour compte	88 780 544,96			88 780 544,96
55	Dettes sur ass et stes app	13 037 312 068,37	11 580 907 932,93		1 456 404 135,44
56	Dettes d'exploitation	983 424 578,45	51 180 868,86		932 243 710,58
57	Avances commerciales	226 327 716,79	14 982 553,06		211 345 163,73
58	Dettes financières	2 621 853 855,36	782 807 381,59		1 839 046 473,77
50	Comptes créditeurs de l'actif	8 442 276,44			8 442 276,44
	<b>DETTES</b>	<b>22 366 382 184,54</b>			<b>7 999 112 889,37</b>
	<b>RESULTAT ( BENEFICE )</b>	<b>1 232 992 805,87</b>	<b>360 843 034,80</b>		<b>872 149 770,87</b>
	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>32 837 218 813,94</b>			<b>16 014 888 883,97</b>

SAIDAL SPA  
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	355 537 819,28	182 849 091,89	202 888 727,80			355 537 819,28	182 849 091,89	202 888 727,80
21	Valeurs incorporelles	97 832 898,34	84 724 546,56	2 808 450,74			97 832 898,34	84 724 546,56	2 808 450,74
22	Terrains	377 111 618,45		377 111 618,45			377 111 618,45		377 111 618,45
24	Equipements de production	17 812 372 833,72	13 830 425 489,58	3 981 947 144,14			17 812 372 833,72	13 830 425 489,58	3 981 947 144,14
25	Equipements sociaux	33 615 340,22	22 638 302,40	10 976 037,82			33 615 340,22	22 638 302,40	10 976 037,82
28	Investissements en cours	20 392 055,40		20 392 055,40			20 392 055,40		20 392 055,40
	<b>INVESTISSEMENTS</b>	<b>18 486 862 460,42</b>	<b>13 900 438 428,23</b>	<b>4 595 924 031,19</b>			<b>18 486 862 460,42</b>	<b>13 900 438 428,23</b>	<b>4 595 924 031,19</b>
30	Marchandises	864 183 248,14	2 285 650,00	881 898 198,14		864 183 248,14			
31	Matières et fournitures	1 772 107 377,72	170 489 882,10	1 601 607 495,62			1 772 107 377,72	170 489 882,10	1 601 607 495,62
33	Produits semi finis	110 813 477,16	6 902 873,62	103 710 603,54			110 813 477,16	6 902 873,62	103 710 603,54
35	Produits finis	1 948 244 081,35	88 346 288,74	1 859 897 792,61	785 340 213,34		2 733 584 294,89	71 831 338,74	2 661 952 956,15
36	Déchets et rebuts			0,00					0,00
37	Stocks à l'extérieur	168 451 905,98		168 451 905,98			168 451 905,98		168 451 905,98
	<b>STOCKS</b>	<b>4 864 800 090,35</b>	<b>248 833 902,46</b>	<b>4 615 966 187,89</b>			<b>4 785 787 058,58</b>	<b>248 833 902,46</b>	<b>4 536 953 156,12</b>
42	Créances d'investissement	3 805 883 541,31	18 728 814,87	3 788 954 827,24		2 577 500 000,00	1 228 183 541,31	18 728 814,87	1 211 454 827,24
43	Créances de stocks	12 003 727,79		12 003 727,79			12 003 727,79		12 003 727,79
44	Créances sur ass et stes app	7 985 388 852,04		7 985 388 852,04		7 983 881 887,81	81 607 964,23		81 607 964,23
45	Avances pour compte	563 541 197,42	96 187 602,49	467 353 594,93		293 540 275,72	360 000 921,70	96 187 602,49	263 813 318,21
46	Avances d'exploitation	99 178 028,74	604 556,00	98 573 472,74			99 178 028,74	604 556,00	98 573 472,74
47	Créances sur clients	10 335 132 761,05	683 935 524,63	9 651 197 236,42		6 258 948 231,84	4 078 084 529,41	683 935 524,63	3 367 148 006,78
48	Disponibilités	874 883 844,18	78 896 881,84	796 086 962,34			874 883 844,18	78 896 881,84	796 086 962,34
40	Comptes débiteurs du passif	24 182 420,40		24 182 420,40			24 182 420,40		24 182 420,40
	<b>CREANCES</b>	<b>25 700 872 872,99</b>	<b>874 363 178,13</b>	<b>22 826 718 794,34</b>			<b>6 786 302 787,82</b>	<b>874 363 178,13</b>	<b>6 881 948 819,89</b>
	<b>RESULTAT ( PERTE )</b>			<b>0,00</b>					
	<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>47 061 236 623,76</b>	<b>16 024 026 609,82</b>	<b>32 837 210 813,94</b>			<b>30 038 622 313,79</b>	<b>16 024 026 609,82</b>	<b>16 014 888 883,97</b>

SAIDAL SPA  
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		7 265 354 402,69				590 795 024,37
60	Marchandises consommées	6 733 110 489,62		6 694 559 376,32		548 882 925,60	
80	MARGE BRUTE		552 243 913,07				41 912 098,77
71	Production vendue		6 869 686 753,75		274 965 849,74		7 144 652 603,49
72	Production stockée		265 293 180,35		147 182 286,14		412 475 446,49
73	P.E.P.E.M		113 619,88				113 619,88
74	Prestations fournies		341 785 879,82	54 837 221,24			286 948 658,58
75	Transfert de charges de production		111 421 551,24		26 306 324,81		111 421 551,24
61	Matières et fourts consommées	2 626 987 701,84				2 598 681 377,03	
62	Services	601 950 726,71			74 724 487,85	527 226 238,86	
81	VALEUR AJOUTEE		4 911 606 449,66				4 871 616 362,56
77	Produits divers		313 218 442,51	262 000 000,00			31 218 442,51
78	Transfert de charges d'exploitation		57 173 213,48				57 173 213,48
63	Frais de personnel	2 453 605 930,57				2 453 605 930,57	
64	Impôts et taxes	218 060 562,76				218 060 562,76	
65	Frais financiers	205 807 857,31				205 807 857,31	
66	Frais divers	86 053 843,26				86 053 843,26	
68	Dotations aux amortissements	584 486 230,47				584 486 230,47	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 733 983 691,18				1 411 993 694,18
79	Produits hors exploitation		564 705 156,95				564 705 156,95
69	Charges hors exploitation	774 086 458,22				734 096 371,22	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	289 381 301,27			38 990 087,00	169 391 214,27	
	Résultat brut de l'exercice		1 524 602 379,91				1 242 602 379,91
	Marge sur stocks P.F						78 843 034,80
	Impôts sur le bénéfice	291 609 574,24				291 609 574,24	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 232 992 805,67				872 149 770,87

SAIDAL SPA  
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2008

BILAN (ACTIF)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
	<b><u>INVESTISSEMENTS</u></b>			
20	Frais préliminaires	541 488 510,88	252 965 499,03	288 523 011,85
21	Valeurs incorporelles	99 805 796,24	97 154 784,73	2 651 011,51
22	Terrains	817 594 733,02		817 594 733,02
24	Equipements de production	18 638 625 922,84	14 601 584 086,56	4 037 041 836,28
25	Equipements sociaux	38 992 053,62	24 557 348,94	14 434 704,68
28	Investissements en cours	505 707 226,64		505 707 226,64
	<b>TOTAL</b>	<b>20 642 214 243,24</b>	<b>14 976 261 719,26</b>	<b>5 665 952 523,98</b>
	<b><u>STOCKS</u></b>			
30	Marchandises	17 067 385,62	249 112,90	16 818 272,72
31	Matières et fournitures	2 286 852 532,08	221 602 891,93	2 065 249 640,15
33	Produits semi finis	159 257 587,91	38 409 511,46	120 848 076,45
34	Produits et travaux en cours	67 393 457,39		67 393 457,39
35	Produits finis	3 570 139 636,41	222 044 966,24	3 348 094 670,17
36	Déchets et rebuts			0,00
37	Stocks à l'extérieur	583 032 468,51	94 174,81	582 938 293,70
	<b>TOTAL II</b>	<b>6 683 743 067,92</b>	<b>482 400 657,34</b>	<b>6 201 342 410,58</b>
	<b><u>CREANCES</u></b>			
42	Créances d'investissement	158 818 497,32	12 980 706,78	145 837 790,54
43	Créances de stocks	71 221 024,64	4 532 473,19	66 688 551,45
44	Créances sur ass et stes app	90 168 085,42		90 168 085,42
45	Avances pour compte	361 186 010,92	144 203 868,50	216 982 142,42
46	Avances d'exploitation	129 532 775,39	604 555,00	128 928 220,39
47	Créances sur clients	5 625 649 563,39	837 188 214,56	4 788 461 348,83
48	Disponibilités	1 451 510 421,48	113 249 004,56	1 338 261 416,92
40	Comptes débiteurs du passif	31 579 259,78		31 579 259,78
	<b>TOTAL III</b>	<b>7 919 665 638,34</b>	<b>1 112 758 822,59</b>	<b>6 806 906 815,75</b>
	<b>RESULTAT ( PERTE)</b>			<b>0,00</b>
	<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>35 245 622 949,50</b>	<b>16 571 421 199,19</b>	<b>18 674 201 750,31</b>

SAIDAL SPA  
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2008

BILAN (PASSIF)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	MONTANTS
	<b>FONDS PROPRES</b>		<b>7 257 107 387,77</b>
10	Capital social	2 500 000 000,00	
12	Primes d'apport	-384 494,76	
13	Réserves	3 942 774 959,34	
14	Subventions reçues	21 647 667,55	
16	Différence de consolidation	-59 569 651,82	
15	Ecart de réévaluation	538 689 408,91	
18	R.I.A	79 470 723,87	
19	Provisions pour perte et charges	234 478 774,68	
	<b>TOTAL I</b>	<b>7 257 107 387,77</b>	<b>7 257 107 387,77</b>
	<b>DETTES</b>		<b>10 088 493 252,76</b>
52	Dettes d'investissement	2 550 734 408,62	
53	Dettes de stocks	2 167 475 318,42	
54	Détention pour compte	87 098 815,24	
55	Dettes sur ass et stes app	1 595 143 233,99	
56	Dettes d'exploitation	1 569 411 163,08	
57	Avances commerciales	268 489 693,25	
58	Dettes financières	1 829 761 718,03	
50	Comptes créditeurs de l'actif	20 378 902,13	
	<b>TOTAL II</b>	<b>10 088 493 252,76</b>	<b>10 088 493 252,76</b>
	<b>RESULTAT ( BENEFICE )</b>	<b>1 328 601 109,78</b>	<b>1 328 601 109,78</b>
	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>18 674 201 750,31</b>	<b>18 674 201 750,31</b>

SAIDAL SPA  
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2008

BILAN (TCR)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		305 799 515,72
60	Marchandises consommées	292 559 166,58	
<b>80</b>	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>13 240 349,14</b>
71	Production vendue		10 915 950 151,79
72	Production stockée		331 300 843,36
73	P.E.P.E.M		
74	Prestations fournies		198 006 053,78
75	Transfert de charges de production		61 614 316,48
61	Matières et fourts consommées	4 301 190 521,41	
62	Services	716 794 629,72	
<b>81</b>	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>6 502 126 563,42</b>
77	Produits divers		18 289 967,92
78	Transfert de charges d'exploitation		54 439 362,57
63	Frais de personnel	3 061 841 789,81	
64	Impôts et taxes	275 634 072,69	
65	Frais financiers	273 367 343,07	
66	Frais divers	93 488 859,46	
68	Dotations aux amortissements	761 734 123,02	
<b>83</b>	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>2 108 769 705,86</b>
79	Produits hors exploitation		1 082 309 548,83
69	Charges hors exploitation	1 383 472 445,11	
<b>84</b>	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>	<b>301 162 896,28</b>	
	Résultat brut de l'exercice		1 807 606 809,58
	Quote part resultat consolidé		5 869 108,18
	Marge sur stocks		16 453 114,65
	Impôts sur le bénéfice	456 683 476,97	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>1 328 601 109,78</b>

**3. Bilan Consolidé des Filiales du groupe**  
**& Participations minoritaires**

**3.1: Actif du Bilan :**

U:DA

DESIGNATIONS	31/12/2010			31/12/2009
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
<b><u>ACTIFS NON COURANTS</u></b>				
cart d'acquisition (ou goodwill)				
immobilisations incorporelles	183 932 041,61	151 954 925,96	31 977 115,65	37 284 640,71
immobilisations corporelles				
terrains	7 208 256 149,96		7 208 256 149,96	2 750 188 480,92
batiments	7 323 221 848,82	4 647 102 396,41	2 676 119 452,41	1 550 814 289,16
autres immobilisations corporelles	14 206 128 771,69	11 622 294 076,10	2 583 834 695,59	2 476 366 616,27
immobilisations en concession				
immobilisations en cours	413 652 826,73		413 652 826,73	1 454 638 573,71
immobilisations financières				
titres mis en équivalences				
entreprises associées				
autres participations et créances attachées	114 898 125,00	38 777 706,78	76 120 418,22	12 575 884,73
autres titres immobilisés	104 583,33		104 583,33	334 666,67
prêts et autres actifs financiers non courants	35 036 204,18		35 036 204,18	28 073 796,63
impôts différés actif	187 722 185,64		187 722 185,64	187 722 185,64
<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>29 672 952 736,96</b>	<b>16 460 129 105,25</b>	<b>13 212 823 631,71</b>	<b>8 497 999 134,44</b>
<b><u>ACTIFS COURANTS</u></b>				
stocks et encours	7 196 284 806,15	535 640 260,79	6 660 644 545,36	7 693 391 067,65
créances et emplois assimilés				
clients	5 988 206 332,35	1 575 695 832,73	4 412 510 499,62	4 269 831 281,08
autres débiteurs	304 789 906,44	14 745 561,20	290 044 345,24	217 184 420,22
impôts	445 364 472,17	210 591 786,15	234 772 686,02	272 276 779,32
autres actif courant	170 718 068,32		170 718 068,32	
disponibilités et assimilés				
placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19		18 559 989,19	18 559 989,19
trésorerie	3 370 089 732,41	118 975 535,19	3 251 114 197,22	2 207 441 432,24
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>17 494 013 307,03</b>	<b>2 455 648 976,06</b>	<b>15 038 364 330,97</b>	<b>14 678 684 969,70</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>47 166 966 043,99</b>	<b>18 915 778 081,31</b>	<b>28 251 187 962,68</b>	<b>23 176 684 104,14</b>

**3. Bilan Consolidé des Filiales du groupe**  
**& Participations minoritaires**

**3.2: Passif du Bilan :**

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	7 245 587 393,87	4 991 039 758,17
Ecart de réévaluation	375 839 601,41	457 264 505,16
Écart d'équivalence		
Résultat Net	1 102 191 923,00	2 871 813 551,05
Autres capitaux propres -report à nouveau	-163 180 692,73	-280 371 061,06
Intérêts minoritaires	725 087 222,50	721 558 023,18
<b>TOTAL I</b>	<b>11 785 525 448,05</b>	<b>11 261 304 776,50</b>
<b><u>PASSIFS NON COURANTS</u></b>		
Emprunts et dettes financières	1 622 608 040,67	1 678 218 688,27
Impôts (différés et provisionnés)	219 000 183,14	219 000 183,14
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits comptabilisés d'avance	6 778 896 457,66	1 221 630 032,47
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>8 620 504 681,47</b>	<b>3 118 848 903,88</b>
<b><u>PASSIFS COURANTS</u></b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	3 456 110 747,86	5 015 796 912,70
Impôts	298 511 166,93	686 363 758,09
Autres dettes	3 005 203 307,15	2 059 056 189,45
Trésorerie passif	1 085 332 611,22	1 035 313 563,52
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>7 845 157 833,16</b>	<b>8 796 530 423,76</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>28 251 187 962,68</b>	<b>23 176 684 104,14</b>

### 3. Bilan Consolidé des Filiales du groupe & Participations minoritaires

a . : Tableau des Comptes de Résultats

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
Chiffre d'affaires	12 510 199 865,69	12 038 305 678,28
Variation stocks produits finis et en cours	-938 730 875,65	2 198 210 641,66
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>11 571 468 990,04</b>	<b>14 236 516 319,94</b>
Achats consommés	-4 972 752 469,23	-5 202 503 548,03
Services extérieurs et autres consommations	-914 365 387,55	-943 734 235,02
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-5 887 117 856,78</b>	<b>-6 146 237 783,05</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>5 684 351 133,26</b>	<b>8 090 278 536,89</b>
Charges de personnel	-3 439 806 440,86	-3 078 975 081,59
Impôts, taxes et versements assimilés	-308 873 342,92	-315 548 872,83
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>1 935 671 349,48</b>	<b>4 695 754 582,47</b>
Autres produits opérationnels	586 740 850,00	377 945 963,06
Autres charges opérationnelles	-327 275 482,25	-318 957 687,57
Dotations aux amortissements ,provisions et pertes de valeur	-1 962 879 560,27	-3 322 709 630,78
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	1 417 710 036,21	1 489 948 522,19
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>1 649 967 193,17</b>	<b>2 921 981 749,37</b>
Produits financiers	131 245 824,40	1 007 190 732,66
Charges financières	-261 601 048,77	-433 506 361,60
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-130 355 224,37</b>	<b>573 684 371,06</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>	<b>1 519 611 968,80</b>	<b>3 495 666 120,43</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-410 899 297,47	-622 213 829,58
Impôts différés ( variation ) sur résultat ordinaires		
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	13 707 165 700,65	17 111 601 537,85
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-12 598 453 029,32	-14 238 149 247,00
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 108 712 671,33</b>	<b>2 873 452 290,85</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )		
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )		
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		
<b>X - RESULTAT DE L'EXERCICE</b>	<b>1 108 712 671,33</b>	<b>2 873 452 290,85</b>
Résultats minoritaires	-6 520 748,33	-1 638 739,80
<b>XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 102 191 923,00</b>	<b>2 871 813 551,05</b>

# RAPPORT FINANCIER

## Evolution de l'actif 2001 / 2002 / 2003

U. DA

Désignation	AU 31/12/2001	AU 31/12/2002	AU 31/12/2003
<b>INVESTISSEMENTS</b>			
Frais Préliminaires	27 835 003	34 029 697	24 280 860
Valeurs corporelles	21 227 108	15 260 175	10 979 073
Terrains	212 108 919	215 667 419	342 937 619
Equipements de production	3 815 161 840	3 489 243 712	3 501 207 700
Equipements sociaux	9 229 443	10 787 934	10 626 871
Investissements en cours	245 384 582	39 675 907	61 693 917
<b>S/ TOTAL INVESTISSEMENTS</b>	<b>4 540 956 895</b>	<b>3 484 664 944</b>	<b>3 951 826 639</b>
<b>STOCKS</b>			
Marchandises	377 528	2 215 710	17 092 100
Matières et fournitures	1 352 986 547	1 694 011 259	1 664 932 483
Produits semi-finis	56 605 587	49 938 001	71 122 224
Produits et travaux en cours	3 315 581	2 770 286	
Produits finis	1 228 128 863	1 068 289 615	1 300 428 211
Stocks à l'Extérieur	114 820 198	94 333 929	33 047 548
<b>S/ TOTAL STOCK</b>	<b>2 756 234 304</b>	<b>2 911 558 800</b>	<b>3 086 622 566</b>
<b>CREANCES</b>			
créances d'investissement	938 512 947	929 443 369	926 718 136
Créances de stocks	32 900 262	94 704 225	114 766 846
Créances sur sociétés apparentés	156 346 428	147 169 692	80 711 623
Avances pour compte	174 111 054	223 693 536	272 533 466
Avances d'exploitation	159 126 236	156 735 803	177 800 377
Créances sur clients	1 489 705 308	2 366 030 227	2 478 912 521
Disponibilités	708 530 778	469 005 004	1 036 765 721
Comptes débiteurs du passif	7 282 563	43 934 600	36 980 963
<b>S/ TOTAL CREANCES</b>	<b>3 666 515 576</b>	<b>4 430 716 456</b>	<b>5 125 189 654</b>
<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>10 753 696 775</b>	<b>11 146 940 101</b>	<b>12 163 538 259</b>

## Evolution du Passif 2001 / 2002 / 2003

U. DA

Désignation	AU 31/12/2001	AU 31/12/2002	AU 31/12/2003
<b>FONDS PROPRES</b>			
Fonds social	2 500 000 000	2 500 000 000	2 500 000 000
Réserves	1 363 965 241	1 643 867 382	1 809 090 987
Subventions reçues	122 189 118	104 089 178	83 498 925
Ecart de réévaluation	1 604 425 859	1 060 796 239	966 557 107
Résultat en instance d'affectation	-2 309 468	3 139 746	
Provisions pertes et charges	187 834 200	85 006 392	96 358 146
<b>S/ TOTAL FONDS PROPRES</b>	<b>5 776 104 950</b>	<b>5 396 898 938</b>	<b>5 455 505 165</b>
Dettes d'investissement	2 113 375 182	1 847 590 318	2 170 232 409
Dettes de stock	459 958 267	745 298 434	817 175 964
Détention pour compte	31 010 771	30 684 143	36 605 330
Dettes envers stes app	132 238 498	919 358 470	973 213 421
Dettes d'exploitation	618 872 284	630 222 434	775 222 935
Avances commerciales	22 014 736	13 059 124	75 529 155
Dettes financières	563 796 580	1 340 696 823	1 367 787 397
Comptes créditeurs de l'actif	23 494 608	35 792 179	9 975 586
<b>S/ TOTAL DETTES</b>	<b>4 597 780 926</b>	<b>5 562 701 926</b>	<b>6 225 742 197</b>
Résultat de l'exercice	379 810 901	187 339 237	482 290 897
<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>10 753 696 777</b>	<b>11 146 940 101</b>	<b>12 163 538 259</b>

# RAPPORT FINANCIER

## TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS

U. DA

Désignation	AU 31/12/2001	AU 31/12/2002	AU 31/12/2003
Ventes de Marchandises	41 336 559	15 747 547	45 331 910
Marchandises consommées	26 313 030	9 477 683	34 632 726
<b>Marge Brute</b>	<b>15 023 529</b>	<b>6 269 864</b>	<b>10 699 184</b>
Production vendue	5 149 334 091	5 676 666 927	5 958 329 651
Production stockée	82 490 257	- 122 994 496	270 153 571
Prod de l'entreprise pour elle même		91 220	
Prestation fournies	73 572 458	128 393 570	125 850 154
Transfert de charges de prod	96 543 312	72 286 819	35 572 200
Mati et four consommées	2 289 585 535	2 627 575 915	2 750 461 451
Services	312 597 968	295 912 934	310 978 874
<b>Valeur ajoutée</b>	<b>2 662 059 605</b>	<b>2 837 225 056</b>	<b>3 339 164 435</b>
Produits divers	26 323 266	14 803 986	10 537 213
Transfert de charges d'exploit	104 983 755	59 001 905	29 025 629
<b>Frais de personnel</b>	<b>1 315 725 079</b>	<b>1 429 416 244</b>	<b>1 498 086 235</b>
<b>Impôts et taxes</b>	<b>204 304 207</b>	<b>181 945 398</b>	<b>193 206 693</b>
<b>Frais financiers</b>	<b>149 609 484</b>	<b>283 680 504</b>	<b>267 953 160</b>
<b>Frais divers</b>	<b>103 932 812</b>	<b>46 928 044</b>	<b>36 666 651</b>
<b>Dota aux amortissements et de prov.</b>	<b>417 049 815</b>	<b>402 666 657</b>	<b>350 412 693</b>
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>755 465 767</b>	<b>566 394 100</b>	<b>1 032 401 846</b>
<b>Résultat hors exploitation</b>	<b>-98 655 513</b>	<b>73 091 473</b>	<b>- 191 058 094</b>
<b>Résultat brut de l'exercice</b>	<b>656 810 254</b>	<b>493 302 628</b>	<b>841 343 752</b>
<b>Marge sur stock produits finis</b>	<b>-43 356 371</b>	<b>- 50 288 701</b>	<b>55 230 872</b>
<b>impôts sur le bénéfice</b>	<b>233 642 982</b>	<b>179 442 697</b>	<b>303 821 983</b>
<b>Résultat de l'exercice</b>	<b>379 810 901</b>	<b>263 571 230</b>	<b>482 290 897</b>
<b>Cash flow</b>	<b>796 860 716</b>	<b>590 005 894</b>	<b>832 703 590</b>

BILAN

ACTIF

Unité: DA

DESIGNATIONS	AU 31/12/1997	Evol. %	AU 31/12/1998	Evol. %	AU 31/12/1999
<b>INVESTISSEMENTS</b>					
Frais préliminaires	938 168	+ 12%	1 055 059	404%	5 319 741
Valeurs incorporelles	574 013	+1096%	6 863 697	-9%	6 248 249
Terrains	29 839 915	+104%	60 885 115	248%	212 108 919
Équipements de production	5 866 976 427	-12%	5 165 300 625	-11%	4 609 412 557
Équipements sociaux	25 889 956	-17%	21 553 166	-28%	15 546 725
Investissements en cours	162 989 608	+115%	349 629 397	-57%	151 998 706
<b>Total</b>	<b>6 087 208 087</b>	<b>-8%</b>	<b>5 605 287 058</b>	<b>-11%</b>	<b>5 000 634 896</b>
<b>STOCKS</b>					
Marchandises	14 942 413	-56%	6 518 778	-35%	4 221 395
Matières et Fournitures	823 441 707	+29%	1 061 293 625	+17%	1 242 606 691
Produits semi-finis	57 874 718	+44%	83 520 499	+1%	84 262 642
Produits finis	853 881 570	0%	850 067 571	-2%	831 077 591
Stocks à l'extérieur	62 079 919	73%	17 071 798	+40%	23 908 219
<b>Total</b>	<b>1 912 220 327</b>	<b>+6%</b>	<b>2 018 472 272</b>	<b>8%</b>	<b>2 186 076 538</b>
<b>CREANCES</b>					
Créances d'investissement	208 034 368	59%	329 964 536	61%	527 390 004
Créances de stock	70 963 487	-49%	35 915 074	-4%	34 435 556
Créances sur Sociétés App.	10 110 575	+385%	49 049 929	31%	64 245 217
Avances pour Compte	34 088 371	+108%	70 821 589	54%	109 218 650
Avances d'exploitation	19 323 142	-22%	15 140 071	746%	128 106 248
Créances sur clients	786 193 755	+17%	916 156 867	68%	1 542 676 138
Disponibilités	540 535 058	+91%	1 030 445 196	-18%	846 818 563
Comptes débiteurs du passif	832 291	-96%	34 895	2088%	763 648
<b>TOTAL</b>	<b>1 670 081 046</b>	<b>+47%</b>	<b>2 447 528 157</b>	<b>33%</b>	<b>3 253 654 024</b>
<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>9 669 509 461</b>	<b>+4%</b>	<b>10 071 287 488</b>	<b>+4%</b>	<b>10 440 365 457</b>



Groupe  
SAIDAL

BILAN

PASSIF

Unité: DA

DESIGNATIONS	AU 31 / 12 / 1997	Evol. %	AU 31 / 12 / 1998	Evol. %	AU 31 / 12 / 1999
<b>FONDS PROPRES</b>					
Fonds Social	600 000 000	+317%	2 500 000 000	0%	2 500 000 000
Concours	-	-	1 827 403	-	-
Réserves	935 748 629	-66%	319 242 879	154%	809 646 772
Subventions reçues	70 818 042	-12%	62 090 275	18%	73 264 008
Écart de réévaluation	4 247 344 919	-18%	3 496 968 533	-19%	2 825 612 556
Résultat en instance d'affectation	1 999 948	-1955%	-37 097 208	112%	4 290 101
Provisions / Pertes et Charges	286 615 743	-13%	250 384 867	-18%	204 873 116
<b>Total</b>	<b>6 142 527 281</b>	<b>-7%</b>	<b>6 593 416 748</b>	<b>-3%</b>	<b>6 417 686 553</b>
<b>DETTES</b>					
Dettes d'investissement	1 772 436 759	-56%	787 583 933	57%	1 233 823 709
Dettes de stocks	306 781 281	+17%	358 837 722	52%	546 065 450
Détention pour Compte	30 203 792	+59%	47 958 816	29%	61 750 281
Dettes envers Sociétés App	87 676 325	+437%	471 096 382	-53%	220 507 451
Dettes d'Exploitation	585 358 245	+14%	664 803 646	+15%	762 873 488
Avances commerciales	11 125 766	+17%	12 976 076	43%	18 526 510
Dettes financières	330 247 436	+69%	559 229 205	-21%	439 374 061
Comptes créditeurs de l'Actif	5 692 214	+12%	6 378 893	182%	17 982 460
<b>Total</b>	<b>3 129 521 818</b>	<b>-7%</b>	<b>2 908 864 673</b>	<b>-14%</b>	<b>3 300 904 391</b>
<b>Résultat de l'exercice</b>	<b>397 460 361</b>	<b>+42%</b>	<b>569 006 067</b>	<b>+27%</b>	<b>721 774 513</b>
<b>Total Général</b>	<b>9 669 509 461</b>	<b>+4%</b>	<b>10 071 287 488</b>	<b>+4%</b>	<b>10 440 365 457</b>

**TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT**



**Groupe  
SAIDAL**

Unité: DA

DESIGNATIONS	AU 31 / 12 / 1997	Evol. %	AU 31 / 12 / 1998	Evol. %	AU 31 / 12 / 1999
entes marchandises	50 378 153	166%	134 139 885	-70%	40 830 291
marchandises consommées	37 441 781	211%	116 556 340	-71%	33 431 349
<b>Marge Brute</b>	<b>12 936 371</b>	<b>36%</b>	<b>17 583 545</b>	<b>-58%</b>	<b>7 398 941</b>
roduction vendue	3 600 172 156	21%	4 365 439 234	5%	4 589 609 472
roduction stockée	95 819 704	84%	-176 131 455	+73%	+46 344 711
rod. de l'Entreprise pour elle même	301 614	-100%	0		38 895
restations fournies	12 199 262	+187%	35 017 020	4%	36 347 150
ransfert de charges de production	26 910 994	-69%	8 406 391	354%	38 151 201
Mat. et Fournit. Consommées	1 571 710 325	+18%	1 859 379 571	+7%	1 987 319 198
Services	102 949 167	+43%	146 937 383	+76%	258 718 941
<b>Valeur Ajoutée</b>	<b>2 073 680 610</b>	<b>-8%</b>	<b>2 243 997 781</b>	<b>-10%</b>	<b>2 471 852 233</b>
Produits divers	17 426 212	+176%	48 037 229	+93%	92 651 968
Transf. de charges d'exploit.	42 634 983	-60%	17 029 416	267%	62 581 664
Frais de Personnel	793 354 244	+11%	882 990 549	+20%	1 057 095 520
Impôts et Taxes	108 061 886	+4%	112 856 362	+46%	164 234 904
Frais Financiers	153 406 512	-39%	93 119 180	-13%	80 638 070
Frais divers	16 189 987	+51%	24 440 392	+29%	31 639 043
Dotations aux amortis. et provis.	268 581 100	+19%	320 164 809	+9%	350 486 408
<b>Résultat d'Exploitation</b>	<b>794 148 075</b>	<b>-10%</b>	<b>875 493 134</b>	<b>-8%</b>	<b>942 991 921</b>
<b>Résultat hors exploitation</b>	<b>149 373 724</b>	<b>-60%</b>	<b>59 151 913</b>	<b>+95%</b>	<b>1 110 105 357</b>
<b>Résultat brut de l'Exercice</b>	<b>644 774 351</b>	<b>+27%</b>	<b>816 341 221</b>	<b>+29%</b>	<b>1 053 097 278</b>
<b>Marge sur stock Produits Fins</b>					<b>-59 199 166</b>
<b>Impôt sur le Bénéfice</b>	<b>247 314 000</b>	<b>+2%</b>	<b>247 335 154</b>	<b>+10%</b>	<b>2 121 23 299</b>
<b>Résultat de l'Exercice</b>	<b>397 460 361</b>	<b>+12%</b>	<b>569 006 067</b>	<b>+27%</b>	<b>721 774 513</b>
<b>CASH FLOW</b>	<b>662 351 347</b>	<b>+34%</b>	<b>889 170 816</b>	<b>+21%</b>	<b>1 072 260 921</b>

## 2.1. Actif du Bilan (Consolidé Groupe)

MM - DA

ACTIF	31/12/2018			31/12/2017
	MONTANTS BRUTS	AMORTIS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
<b>ACTIF NON COURANT</b>				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	115 414 200,00
Immobilisations incorporelles	378 857 436,59	239 123 450,08	139 733 986,51	13 643 850,95
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	2 391 687 791,42	0,00	2 391 687 791,42	10 383 338 837,77
Bâtiments	7 584 297 976,37	5 271 308 688,28	2 312 989 288,09	1 766 306 904,14
Autres immobilisations corporelles	18 277 440 502,83	14 301 350 363,06	3 976 090 139,77	1 351 564 152,29
Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	276 361 487,38
Immobilisations en cours	10 759 890 495,72	0,00	10 759 890 495,72	13 501 512 857,53
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 433 217 458,23	0,00	1 433 217 458,23	1 466 608 492,92
Autres participations et créances rattachées	685 893 175,00	462 033 246,90	223 859 928,10	630 537 294,94
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	0,00	3 000 000 000,00	4 000 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	152 869 240,73	0,00	152 869 240,73	157 814 646,73
Impôts différés actif	324 860 044,51	0,00	324 860 044,51	296 251 741,16
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>45 104 428 321,40</b>	<b>20 273 815 748,32</b>	<b>24 830 612 573,08</b>	<b>33 959 354 465,81</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
Stocks et encours	6 956 065 304,74	667 793 354,53	6 288 271 950,21	4 883 145 010,78
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	5 578 018 586,28	1 897 005 360,67	3 681 013 225,61	3 192 081 776,57
Autres débiteurs	1 391 498 314,49	7 500,00	1 391 490 814,49	1 357 618 287,35
Impôts	240 704 481,51	11 998 830,46	228 705 651,05	169 292 263,58
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités Et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 218 125 424,65	82 435 666,36	3 135 689 758,29	4 738 892 796,95
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>17 402 972 100,86</b>	<b>2 659 240 712,02</b>	<b>14 743 731 388,84</b>	<b>14 359 590 124,42</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>62 507 400 422,26</b>	<b>22 933 056 460,34</b>	<b>39 574 343 961,92</b>	<b>48 318 944 590,23</b>

## 2.2. Passif du Bilan (Consolidé Groupe)

OM - DA

PASSIF	31/12/2018	31/12/2017
<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotation de l'état	0,00	0,00
Autres fonds propres	411 677 000,00	8 721 856 492,20
Primes et réserves -(réserves consolidées)	13 461 406 696,77	12 991 033 164,36
Ecart de réévaluation	1 272 192 408,65	1 585 712 860,28
Écart d'équivalence	1 016 986 928,55	955 727 524,41
Résultat Net	1 174 214 390,98	1 376 295 647,88
Autres capitaux propres -report à nouveau	-866 679 031,92	-1 080 714 611,43
Intérêts minoritaires	826 612 003,56	881 619 980,04
<b>TOTAL I</b>	<b>19 796 410 396,58</b>	<b>27 931 531 057,74</b>
<b>PASSIF NON COURANT</b>		
Emprunts et dettes financières	10 923 905 958,66	10 894 562 658,08
Impôts (différés et provisionnés)	19 887 217,01	17 509 995,00
Autres dettes non courantes	593 645 268,24	1 059 992 788,80
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 433 885 167,65	1 346 632 170,47
<b>TOTAL PASSIF NON COURANT II</b>	<b>12 971 323 611,56</b>	<b>13 318 697 612,35</b>
<b>PASSIF COURANT</b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 249 615 538,04	1 436 731 269,94
Impôts	201 334 246,61	726 697 526,43
Autres dettes	3 734 753 856,30	4 107 579 876,69
Trésorerie passif	620 906 312,83	797 707 247,08
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>6 806 609 953,78</b>	<b>7 068 715 920,14</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>39 574 343 961,92</b>	<b>48 318 944 590,23</b>

## 2.3. Tableau de Compte de Résultats (Consolidé Groupe)

MM DA

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2018	31/12/2017	R/O	Evol. 2018/2017
Chiffre d'affaires	10 317 577 775,54	10 265 897 771,06	88,10%	0,50%
Variation stocks produits finis et en cours	272 122 098,95	-558 329 961,16	52,76%	148,74%
Production immobilisée	0,00	0,00	/	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/	/
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>10 589 699 874,49</b>	<b>9 707 567 809,90</b>	<b>86,61%</b>	<b>9,09%</b>
Achats consommés	-4 624 142 242,57	-3 755 793 245,73	109,60%	23,12%
Services extérieurs et autres consommations	-1 067 499 186,54	-1 002 621 754,72	100,13%	6,47%
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-5 691 641 429,11</b>	<b>-4 758 415 000,45</b>	<b>107,69%</b>	<b>19,61%</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>4 898 058 445,38</b>	<b>4 949 152 809,45</b>	<b>70,56%</b>	<b>-1,03%</b>
Charges de personnel	-3 329 762 210,93	-2 866 108 087,05	104,82%	16,18%
Impôts, taxes et versements assimilés	-169 982 582,04	-167 524 872,66	94,54%	1,47%
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>1 398 313 652,41</b>	<b>1 915 519 849,74</b>	<b>39,00%</b>	<b>-27,00%</b>
Autres produits opérationnels	1 159 167 515,64	120 876 666,93	7418,71%	858,97%
Autres charges opérationnelles	-188 852 963,84	-58 405 988,66	319,38%	223,35%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 454 793 798,08	-868 249 692,56	89,39%	67,55%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	380 039 983,32	370 500 844,60	559,38%	2,57%
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>1 293 874 389,45</b>	<b>1 480 241 680,05</b>	<b>65,27%</b>	<b>-12,59%</b>
Produits financiers	200 013 164,65	163 571 611,87	199,85%	22,28%
Charges financières	-254 951 764,57	-164 840 374,12	194,88%	54,67%
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-54 938 599,92</b>	<b>-1 268 762,25</b>	<b>178,72%</b>	<b>4230,09%</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>	<b>1 238 935 789,53</b>	<b>1 478 972 917,80</b>	<b>63,48%</b>	<b>-16,23%</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-127 206 062,00	-277 583 318,00	1180,37%	-54,17%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-21 232 781,46	7 032 819,01	571,46%	-401,91%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	12 328 920 538,10	10 362 516 933,30	99,34%	18,98%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 195 958 029,11	-9 168 160 152,51	106,98%	22,12%
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 132 962 508,99</b>	<b>1 194 356 780,79</b>	<b>58,26%</b>	<b>-5,14%</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )	0,00	0,00	/	/
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )	0,00	0,00	/	/
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>/</b>	<b>/</b>
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 132 962 508,99</b>	<b>1 194 356 780,79</b>	<b>58,26%</b>	<b>-5,14%</b>
Résultats minoritaires	44 778 352,30	85 189 898,58	/	-47,44%
Part dans le Résultat des Sociétés mises en équivalence	-3 526 470,31	96 748 968,51	/	-103,64%
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 174 214 390,98</b>	<b>1 376 295 647,88</b>	<b>60,38%</b>	<b>-14,68%</b>

**GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA**  
 Direction des Finances et Comptabilité  
 DATE DE CLOTURE : 31/12/2020

**BILAN CONSOLIDÉ DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES**

ACTIF	31/12/2020			MONTANTS NETS	MONTANTS BRUTS	MONTANTS NETS	MONTANTS BRUTS
	AVOIRS	PROVISIONS	NETS				
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>							
Écart d'acquisition (ou goodwill)		0,00		141 648 584,00		141 648 584,00	
Immobilisations incorporelles		343 249 100,26		468 576 191,02		174 057 244,76	
Immobilisations corporelles		0,00		0,00		0,00	
Terrains		0,00		4 398 481 823,42		3 805 721 423,42	
Bâtiments		0,00		13 261 407 322,31		7 492 164 949,94	
Autres immobilisations corporelles		5 844 143 212,84		20 778 518 111,59		5 632 128 168,46	
Immobilisations en concession		15 362 335 010,82		0,00		0,00	
Immobilisations en cours		0,00		3 523 900 855,21		3 580 260 802,98	
Immobilisations financières		0,00		0,00		0,00	
Titres mis en équivalences - entreprises associées		0,00		2 134 015 175,22		2 960 993 718,84	
Autres participations et créances rattachées		0,00		335 939 575,00		48 760 055,87	
Autres titres immobilisés		59 416 028,43		2 002 300 000,00		2 500 000 000,00	
Prêts et autres actifs financiers non courants		0,00		14 614 749,45		107 512 187,56	
Impôts différés actif		0,00		352 717 927,73		328 960 563,53	
<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>		<b>21 509 165 574,35</b>		<b>37 412 120 291,93</b>		<b>25 307 169 120,00</b>	
<b>ACTIFS COURANTS</b>							
Stocks et encours		0,00		0,00		6 887 530 621,19	
Créances et emplois assimilés		641 539 237,02		7 191 992 769,17		0,00	
Clients		0,00		0,00		3 177 533 740,40	
Autres débiteurs		1 887 229 726,08		5 911 859 706,26		1 436 859 091,79	
Impôts		7 500,00		1 316 364 088,39		222 336 344,63	
Autres actif courant		0,00		188 887 081,60		0,00	
Disponibilités et assimilés		0,00		0,00		0,00	
Placements et autres actifs financiers courants		0,00		18 559 989,19		18 559 989,19	
Trésorerie		82 435 666,36		2 888 002 018,68		1 918 151 410,71	
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>		<b>82 435 666,36</b>		<b>17 991 655 664,29</b>		<b>10 587 971 385,71</b>	
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>21 591 601 240,71</b>		<b>55 403 775 956,22</b>		<b>35 895 140 505,71</b>	



**GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA**  
 Direction des Finances et Comptabilité  
 DATE DE CLOTURE : 31/12/2020



<b>BILAN CONSOLIDE DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES</b>	
<b>PASSIF</b>	<b>31/12/2020</b>
<b>CAPITAUX PROPRES</b>	
Capital émis	2 500 000 000,00
Dotation de l'état	0,00
Autres fonds propres	411 677 000,00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	14 047 153 641,65
Ecart de réévaluation	2 686 752 011,24
Écart d'équivalence	1 905 284 336,88
Résultat Net	793 514 004,08
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 178 074 235,34
Intérêts minoritaires	609 971 657,90
<b>TOTAL I</b>	<b>22 293 459 736,95</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>	
Emprunts et dettes financières	0,00
Impôts (différés et provisionnés)	10 403 266 267,81
Autres dettes non courantes	21 011 203,32
Provisions et produits comptabilisés d'avance	593 645 268,24
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>1 446 788 017,73</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>	
Fournisseurs et comptes rattachés	1 556 885 668,31
Impôts	116 625 268,50
Autres dettes	3 708 972 235,69
Trésorerie passif	810 706 531,25
<b>TOTAL PASSIF COURANT II</b>	<b>6 093 189 703,75</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>28 386 648 440,70</b>

**Direction des Finances et Comptabilité**  
**DATE DE CLOTURE : 31/12/2020**

**BILAN CONSOLIDÉ DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES**

TABEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2020	31/12/2019
Chiffre d'affaires	9 809 929 760,98	9 392 750 935,10
Variation stocks produits finis et en cours	264 531 468,40	1 085 935 007,08
Production immobilisée	0,00	0,00
Subvention d'exploitation	0,00	0,00
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>10 074 461 229,38</b>	<b>10 478 685 942,18</b>
Achats consommés	-4 245 356 684,94	-4 577 729 592,68
Services extérieurs et autres consommations	-910 765 524,13	-1 113 922 480,89
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-5 156 122 209,07</b>	<b>-5 691 652 073,57</b>
<b>III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (III = I - II)</b>	<b>4 918 339 020,31</b>	<b>4 787 033 868,61</b>
Charges de personnel	-3 609 396 024,60	-3 514 951 683,35
Impôts, taxes et versements assimilés	-201 768 850,04	-154 310 399,06
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>1 107 174 145,67</b>	<b>1 117 771 786,20</b>
Autres produits opérationnels	205 038 628,28	687 941 345,58
Autres charges opérationnelles	-109 057 603,07	-75 628 723,04
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 088 338 701,82	-1 399 508 839,03
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	214 605 132,80	664 533 494,03
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>329 421 571,83</b>	<b>595 119 115,74</b>
Produits financiers	129 016 705,12	152 968 301,58
Charges financières	-154 762 522,08	-343 123 098,91
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-25 745 816,96</b>	<b>-190 154 797,33</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (VII = V + VI)</b>	<b>303 675 754,87</b>	<b>404 964 318,41</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-88 374 651,00	-77 823 533,00
Impôts différés ( variation ) sur résultat ordinaires	-19 069 142,98	5 579 922,73
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>10 623 121 695,58</b>	<b>11 984 129 083,37</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-10 388 751 418,70</b>	<b>-11 262 578 272,69</b>
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>234 370 276,88</b>	<b>721 550 810,68</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )		
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )		
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>234 370 276,88</b>	<b>721 550 810,68</b>
Résultat minoritaires	-592 334,84	19 736 411,44
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence	-43 841 600,71	52 226 781,96
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>-139 936 341,83</b>	<b>793 514 004,08</b>



**Groupe Sidal Bilan et TCR –Exercice 2016-**

**1. Actif Bilan consolidé**

ACTIF	31/12/2016			31/12/2015
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
<b>ACTIF NON COURANT</b>				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	87 341 040,00
<b>Immobilisations incorporelles</b>	212 104 001,73	195 224 374,97	16 879 626,76	21 588 150,02
<b>Immobilisations corporelles</b>	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	10 383 338 837,77	0,00	10 383 338 837,77	4 514 492 953,87
Bâtiments	7 329 947 475,94	5 637 047 200,46	1 692 900 275,48	1 649 608 532,26
Autres immobilisations corporelles	15 098 007 460,68	13 798 654 169,79	1 299 353 290,89	1 189 497 235,41
Immobilisations en concession	280 023 210,00	2 252 958,94	277 770 251,06	278 103 983,68
<b>Immobilisations en cours</b>	11 189 299 772,01	0,00	11 189 299 772,01	5 363 985 192,51
<b>Immobilisations financières</b>	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 388 910 621,59	0,00	1 388 910 621,59	1 465 132 799,40
Autres participations et créances rattachées	691 518 175,00	58 940 054,97	632 578 120,03	584 859 076,01
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	0,00	3 000 000 000,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	154 332 649,23	0,00	154 332 649,23	140 479 615,20
Impôts différés actif	291 018 838,11	0,00	291 018 838,11	472 097 555,36
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>50 133 915 242,06</b>	<b>19 692 118 759,13</b>	<b>30 441 796 482,93</b>	<b>15 767 186 133,72</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
<b>Stocks et encours</b>	6 358 574 088,97	629 232 318,65	5 729 341 770,32	4 965 900 019,13
<b>Créances et emplois assimilés</b>				
Clients	5 547 718 023,80	1 906 769 106,35	3 640 948 917,45	3 822 680 037,51
Autres débiteurs	1 255 466 985,99	377 579,41	1 255 089 406,58	1 139 842 768,95
Impôts	185 798 351,63	11 998 649,03	173 799 702,60	179 420 574,16
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	40 666 666,67
<b>Disponibilités et assimilés</b>				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	3 018 559 989,19
Trésorerie	5 214 275 956,41	83 275 568,07	5 131 000 388,34	5 987 644 631,35
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>18 580 393 395,99</b>	<b>2 631 653 221,51</b>	<b>15 948 740 174,48</b>	<b>19 154 714 686,96</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>68 714 308 638,05</b>	<b>22 323 771 980,64</b>	<b>46 390 536 657,41</b>	<b>34 921 900 820,68</b>

## 2. Passif du Bilan consolidé

UM : DA

PASSIF	31/12/2016	31/12/2015
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotations de l'état	0,00	2 586 812 201,59
Autres fonds propres	8 721 856 492,20	
Primes et réserves -(réserves consolidées)	12 861 813 853,88	12 251 816 341,17
Ecart de réévaluation	1 585 712 860,28	145 245 635,13
Écart d'équivalence	1 037 081 287,61	1 025 006 852,16
Résultat Net	1 509 161 605,06	1 143 817 990,89
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 766 796 831,10	-166 052 299,51
Intérêts minoritaires	1 015 179 929,35	979 287 855,72
<b>TOTAL I</b>	<b>27 464 009 197,27</b>	<b>20 465 934 577,15</b>
<b><u>PASSIF NON COURANT</u></b>		
Emprunts et dettes financières	8 973 229 626,56	4 821 513 005,59
Impôts (différés et provisionnés)	17 509 995,00	285 333 000,95
Autres dettes non courantes	1 061 401 552,48	1 061 401 552,48
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 345 087 321,65	1 605 571 934,62
<b>TOTAL PASSIF NON COURANT II</b>	<b>11 397 228 495,69</b>	<b>7 773 819 493,64</b>
<b><u>PASSIF COURANT</u></b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 430 054 019,90	1 931 770 182,61
Impôts	776 153 641,37	402 507 323,51
Autres dettes	3 512 927 858,77	3 619 036 497,36
Trésorerie passif	810 163 444,41	728 832 746,41
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>7 529 298 964,45</b>	<b>6 682 146 749,89</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>46 390 536 657,41</b>	<b>34 921 900 820,68</b>

### 3. Tableau de Compte de Résultats consolidé

UM : DA

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2016	31/12/2015	R/O	Evolution 2016/2015
Chiffre d'affaires	10 223 411 484,28	9 984 043 757,71	86,31%	2,40%
Variation stocks produits finis et en cours	265 663 623,51	-11 893 123,70	458,59%	-2333,76%
Production immobilisée	0,00	0,00		
Subvention d'exploitation	0,00	0,00		
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>10 489 075 107,79</b>	<b>9 972 150 634,01</b>	<b>88,13%</b>	<b>5,18%</b>
Achats consommés	-3 663 777 474,24	-3 470 479 457,80	94,99%	5,57%
Services extérieurs et autres consommations	-928 780 089,72	-996 298 147,20	105,49%	-6,78%
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-4 592 557 563,96</b>	<b>-4 466 777 605,00</b>	<b>96,94%</b>	<b>2,82%</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>5 896 517 543,83</b>	<b>5 505 373 029,01</b>	<b>82,30%</b>	<b>7,10%</b>
Charges de personnel	-3 023 474 168,42	-3 056 024 245,03	95,38%	-1,07%
Impôts, taxes et versements assimilés	-173 817 524,53	-166 639 675,94	124,52%	4,31%
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>2 699 225 850,88</b>	<b>2 282 709 108,04</b>	<b>70,01%</b>	<b>18,25%</b>
Autres produits opérationnels	72 651 701,08	202 735 842,16	59,17%	-64,16%
Autres charges opérationnelles	-99 258 043,60	-143 865 838,16	54,72%	-31,01%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 299 102 638,36	-1 328 939 749,35	125,64%	-2,25%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	719 627 105,07	421 168 878,85	1195,39%	70,86%
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>2 093 143 975,07</b>	<b>1 433 808 241,54</b>	<b>74,14%</b>	<b>45,98%</b>
Produits financiers	183 271 195,24	142 454 921,27	225,48%	28,65%
Charges financières	-177 710 456,40	-132 453 560,20	118,08%	34,17%
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>5 560 738,84</b>	<b>10 001 361,07</b>	<b>-8,03%</b>	<b>-44,40%</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>	<b>2 098 704 713,91</b>	<b>1 443 809 602,61</b>	<b>76,21%</b>	<b>45,36%</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-628 653 272,00	-328 709 218,00	117,17%	91,25%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-96 986 328,41	15 393 711,92		-730,04%
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>11 464 625 109,18</b>	<b>10 738 510 276,29</b>	<b>94,23%</b>	<b>6,76%</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-9 897 587 338,86</b>	<b>-9 638 803 603,60</b>	<b>99,48%</b>	<b>2,68%</b>
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 567 037 770,32</b>	<b>1 099 706 672,69</b>	<b>70,67%</b>	<b>42,50%</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )				
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )				
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>		
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 567 037 770,32</b>	<b>1 099 706 672,69</b>	<b>70,67%</b>	<b>42,50%</b>
Résultats minoritaires	4 426 500,76	18 117 370,96	78,32%	-75,57%
Part dans le Résultat des Sociétés mises en équivalence	-62 302 666,02	25 993 947,24		-339,68%
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 509 161 605,06</b>	<b>1 143 817 990,89</b>	<b>67,88%</b>	<b>31,94%</b>

# Communiqué aux actionnaires du résultat de l'exercice 2014 - Bilan Consolidé

## ACTIF

DESIGNATIONS	31/12/2014			31/12/2013	%
	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS		
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Écart d'acquisition (ou goodwill)	58 268 550,00	0,00	58 268 550,00	58 268 550,00	0%
Immobilisations incorporelles	201 799 344,60	189 768 823,00	12 030 521,60	13 511 340,46	-11%
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00		
Terrains	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 525 499 753,87	0%
Bâtimens	7 032 781 737,47	5 269 783 914,71	1 762 997 822,76	1 909 285 170,47	-8%
Autres immobilisations corporelles	15 300 746 959,15	13 696 697 490,28	1 604 049 468,87	2 003 175 109,47	-20%
Immobilisations en concession	87 528 246,00	1 266 904,74	86 261 341,26	10 346 779,38	734%
Immobilisations en cours	2 502 907 388,68	0,00	2 502 907 388,68	470 133 457,73	432%
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00		
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 846 291 841,31	0,00	1 846 291 841,31	1 776 264 616,78	
Autres participations et créances rattachées	102 167 575,00	53 136 586,28	49 030 988,72	75 281 129,79	-35%
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00		
Prêts et autres actifs financiers non courants	103 321 318,61	0,00	103 321 318,61	109 092 099,30	-5%
Impôts différés actif	463 577 177,79	0,00	463 577 177,79	357 881 232,62	0%
<b>TOTAL ACTIF NON COURANTS</b>	<b>32 213 883 092,48</b>	<b>19 210 653 719,01</b>	<b>13 003 229 373,47</b>	<b>11 308 739 239,87</b>	<b>15%</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>					
Stocks et encours	7 103 810 877,97	1 496 894 537,00	5 606 916 340,97	5 534 355 055,31	1%
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00		
Clients	5 136 249 341,15	1 687 454 939,36	3 448 794 401,79	3 830 960 856,37	-10%
Autres débiteurs	1 036 790 150,80	0,00	1 036 790 150,80	1 865 186 534,90	-44%
Impôts	601 389 838,47	345 347 828,24	225 042 010,23	115 898 709,75	121%
Autres actif courant	18 795 412,47	0,00	18 795 412,47	12 500 000,00	0%
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00		
Placements et autres actifs financiers courants	3 018 559 989,19	0,00	3 018 559 989,19	2 018 559 989,19	50%
Trésorerie	5 281 852 295,08	83 275 568,07	5 198 576 727,01	5 413 372 987,30	-4%
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>22 197 447 905,13</b>	<b>3 612 972 872,67</b>	<b>18 584 475 032,46</b>	<b>18 790 834 132,82</b>	<b>-1%</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>54 411 330 997,61</b>	<b>22 823 626 591,68</b>	<b>31 587 704 405,93</b>	<b>30 099 573 372,69</b>	<b>5%</b>

## PASSIF

DESIGNATIONS	31/12/2014	31/12/2013	%
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00	0%
Capital non appelé	0,00		
Primes et réserves - (réserves consolidées)	11 282 665 927,33	9 421 690 281,30	20%
Ecart de réévaluation	218 627 945,68	435 055 761,63	-50%
Écart d'équivalence	778 627 191,02	556 004 893,04	
Résultat Net	1 477 751 553,22	2 658 147 326,76	-44%
Autres capitaux propres - report à nouveau	371 301 688,91	319 161 089,57	16%
Intérêts minoritaires	961 690 080,29	858 376 750,19	12%
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES I</b>	<b>17 590 664 386,45</b>	<b>16 748 436 102,49</b>	<b>5%</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières	3 383 163 695,36	2 911 046 961,36	16%
Impôts (différés et provisionnés)	267 823 005,95	252 388 287,15	0%
Autres dettes non courantes	3 456 705 764,33	493 645 268,24	600%
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 381 034 485,26	1 351 120 085,82	2%
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>8 488 726 950,90</b>	<b>5 008 200 602,57</b>	<b>69%</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fourisseurs et comptes rattachés	1 460 434 895,94	1 227 878 706,58	19%
Impôts	363 939 782,75	564 464 142,35	-36%
Autres dettes	3 055 762 788,63	5 818 577 282,18	-47%
Trésorerie passif	628 175 601,26	732 016 536,52	-14%
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>5 508 313 068,58</b>	<b>8 342 936 667,63</b>	<b>-34%</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>31 587 704 405,93</b>	<b>30 099 573 372,69</b>	<b>5%</b>

## Production

RUBRIQUES	31/12/2014	31/12/2013
Quantités (1 000 UV)	111 020	130 676
Valeurs (1 000 DA)	8 483 261	10 719 779

## COMPTE DE RESULTAT

DESIGNATIONS	30/06/2014	30/06/2013	%
Chiffre d'affaires	9 789 025 905,91	11 461 847 581,90	-15%
Variation stocks produits finis et en cours	47 596 284,29	782 030 567,10	-94%
Production immobilisée	0,00		
Subvention d'exploitation	0,00		
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>9 836 622 190,20</b>	<b>12 243 878 149,00</b>	<b>-20%</b>
Achats consommés	-3 017 970 352,54	-3 556 475 260,95	-15%
Services extérieurs et autres consommations	-815 279 475,31	-740 255 739,42	10%
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-3 833 249 827,85</b>	<b>-4 296 731 000,37</b>	<b>-11%</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>6 003 372 362,35</b>	<b>7 947 147 148,63</b>	<b>-24%</b>
Charges de personnel	-3 222 199 202,24	-3 848 442 866,21	-16%
Impôts, taxes et versements assimilés	-205 064 473,74	-211 018 083,50	-3%
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>2 576 108 686,37</b>	<b>3 887 686 198,92</b>	<b>-34%</b>
Autres produits opérationnels	85 434 154,80	123 256 224,16	-31%
Autres charges opérationnelles	-204 467 978,10	-135 200 827,62	51%
Dotations aux amortissements et pertes de valeur	-1 130 374 262,15	-1 431 299 339,58	-21%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	292 035 551,31	501 957 026,14	-42%
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>1 618 736 152,23</b>	<b>2 946 399 282,02</b>	<b>-45%</b>
Produits financiers	106 709 251,37	73 629 153,44	45%
Charges financières	-157 011 457,30	-221 326 017,88	-29%
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-50 302 205,93</b>	<b>-147 696 864,44</b>	<b>-66%</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>	<b>1 568 433 946,30</b>	<b>2 798 702 417,58</b>	<b>-44%</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-309 812 391,00	-500 440 495,49	
Impôts différés ( variation ) sur résultat ordinaires	-90 261 226,37	-4 662 574,50	
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 320 801 147,68	12 942 720 552,74	-20%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-8 971 918 366,01	-10 649 121 205,15	-16%
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 348 882 781,67</b>	<b>2 293 599 347,59</b>	<b>-41%</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )			
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )			
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		-21 476,75	
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 348 882 781,67</b>	<b>2 293 577 870,84</b>	<b>-41%</b>
Résultat minoritaires	14 686 721,26	70 792 332,18	-79%
part dans le Résultat dans des mises en équivalence	114 182 050,29	293 777 123,74	-61%
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 477 751 553,22</b>	<b>2 658 147 326,76</b>	<b>-44%</b>

## L'ASSEMBLEE GENERALE ORDINAIRE DU GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL Du 10 juin 2015

L'An deux mil quinze et le dix du mois de juin à dix heures, à l'Hôtel El-Aurassi, les actionnaires de la société par Actions dénommée Groupe Industriel SAIDAL, au Capital Social de 2.500.000.000 DA se sont réunis en Assemblée Générale Ordinaire annuelle sur convocation qui leur a été faite par le Conseil d'Administration par communiqué de presse du 13 Mai 2015

### Première résolution : Examen des comptes sociaux de la Société Mère

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPE Spa, Groupe SAIDAL après avoir pris connaissance des rapports du Conseil d'Administration et des Commissaires aux Comptes, ainsi que des explications complémentaires exposées verbalement, relatives à l'examen.

- Adopte le rapport du Conseil d'Administration de l'exercice 2014
- Approuve les états financiers de l'exercice 2014, avec un total passif / actif net du bilan de 28 863 818 266.13 DA et un résultat net bénéficiaire pour un montant de 1 385 942 685.96 DA.
- Donne quitus de leur mandat aux Administrateurs de l'exercice 2014.
- Mande le Conseil d'Administration, à l'effet de prendre en charge sur l'exercice 2015 les recommandations formulées par Messieurs les Commissaires aux Comptes.

### Deuxième résolution : Affectation des résultats de l'exercice 2014 de la Société Mère

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPE Spa GROUPE SAIDAL décide d'affecter le résultat net bénéficiaire d'un montant de : 1 385 942 685.96 DA comme suit:

- Dividendes 400 000 000,00 DA
- Tantômes (3 fois le jeton de présence) 3 180 000,00 DA
- Intéressement des travailleurs 198 660 000,00 DA
- Réserves facultatives 784 102 685.96 DA

### Troisième résolution : Résultat du bilan consolidé du Groupe SAIDAL

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPE Spa, Groupe SAIDAL après avoir pris connaissance des rapports du Conseil d'Administration et des Commissaires aux Comptes, ainsi que des explications complémentaires exposées verbalement relatives à l'examen.

- Approuve les comptes sociaux consolidés de l'exercice 2014, avec un total passif / actif du bilan de 31 587 704 405.93 DA et un résultat net bénéficiaire pour un montant de 1 477 751 553.22 DA.

### Quatrième résolution : Libération de la partie variable de la rémunération pour le Cadre gestionnaire principal

### Cinquième résolution : Libération de la partie variable de la rémunération pour les Cadres Dirigeants

### Sixième résolution : Jetons de présence

### Septième résolution : Rémunération du Commissaire aux Comptes

### Huitième résolution : Nombres de séances autorisés du Conseil d'Administration

### Neuvième résolution : Formalités légales et réglementaires