

MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR
ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE

UNIVERSITE Mouloud MAMMERI DE TIZI-OUZOU

FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES
ET DES SCIENCES DE GESTION

DEPARTEMENT DES SCIENCES ECONOMIQUES

THESE DE DOCTORAT

L'IMPACT DES DECISIONS FINANCIERES SUR LA
CREATION DE VALEUR AU SEIN DES ENTREPRISES
PUBLIQUES ALGERIENNES COTEES A LA BOURSE
D'ALGER : CAS DE SAIDAL ET L'E.G.H-AURASSI.

Présentée par :

ASSOUS Nassima

Sous la direction :

Pr GUENDOUIZI Brahim

Devant le jury composé de :

Président : Mr AMOKRANE Abdelaziz, Professeur, UMMTO ;

Rapporteur : Mr GUENDOUIZI Brahim, Professeur, UMMTO ;

Examineurs : Mr HAMMOUTENE Ali, Professeur, HEC Alger ;

Mr BOUFEDJI Abdelouaheb, MC/A, U.Boumerdes;

Mr BOUYAHIAOUI Nasser, MC/A, UMMTO

Mr OUKACI Kamel, MC/A, U. Béjaia

DATE DE SOUTENANCE : Juin 2015

Remerciements

Je tiens en premier lieu à exprimer ma profonde gratitude à mon Directeur de recherche, le Professeur GUENDOUZI Brahim de l'université Mouloud MAMMERI de Tizi-Ouzou, pour ses encouragements et ses orientations.

J'ai également grand plaisir à remercier Monsieur BOUYAHIAOUI Nasser, Maître de conférences classe A à l'université Mouloud MAMMERI de Tizi-Ouzou, pour son aide précieuse et enrichissante.

Je remercie également tous les membres du jury qui ont accepté de lire et d'évaluer ce travail de thèse de Doctorat.

Je tiens aussi à remercier tous les responsables, enseignants et ATS, de la Post Graduation et de la Recherche Scientifique de la Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de Gestion de l'université Mouloud MAMMERI de Tizi-Ouzou.

Je suis également redevable envers toutes les personnes qui m'ont aidé de près ou de loin et m'ont facilité l'accès à l'information pour mener à bien ce travail.

Enfin, je remercie ma famille pour les encouragements et l'amour qu'ils m'ont témoignés durant toutes ces années.

Sommaire

Introduction générale	02
Partie I : Gouvernance, décisions d'investissement et de financement comme leviers stratégiques créateurs de valeur intrinsèque et boursière: dans quelle mesure ?	
Introduction de la première partie.....	20
Chapitre I : La gouvernance et ses effets sur la création de valeur	
Introduction du chapitre	24
Section 1 : Une bonne gouvernance comme un moyen créateur de valeur.....	25
Section 2 : Mécanismes de gouvernance et la décision d'investissement.....	40
Section 3 : Mécanismes de gouvernance et la politique de financement.....	50
Conclusion du chapitre	58
Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise	
Introduction du chapitre	60
Section 1 : L'investissement : l'assise de la création de valeur.....	61
Section 2 : L'investissement et l'évaluation : condition de la création de valeur.....	71
Conclusion du chapitre	81
Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur	
Introduction du chapitre.....	83
Section 1 : L'apport de financement par fonds propres à la valeur.....	85
Section 2 : Le financement par dettes : dans quelle mesure est-il un levier créateur de valeur ?.....	98
Conclusion du chapitre	107
Conclusion de la première partie	109
Partie II : Mesures et indicateurs de création de valeur intrinsèque et boursière, cas des entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger	
Introduction de la deuxième partie.....	111

Chapitre I : L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissements et de financement sur la valeur intrinsèque de l'action du groupe saïdal et de l'E.G.H. Aurassi (avant et après la cotation).

Introduction du chapitre.....	114
Section 1 : Mesure et indicateurs de création de valeur économique intrinsèque de l'action.....	114
Section 2 : Vérification des hypothèses portant sur la valeur intrinsèque.....	130
Section 3 : Discussion et analyse approfondie des résultats sur la valeur intrinsèque.....	167
Conclusion du chapitre.....	183
Chapitre II: L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière	
Introduction du chapitre.....	185
Section 1 : Modèles d'évaluation de la création de valeur boursière.....	186
Section 2 : Vérification des hypothèses portant sur la valeur boursière	196
Section 3 : Analyse et discussion des résultats sur la valeur boursière.....	225
Conclusion du chapitre.....	235
Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et la valeur intrinsèque et boursière de l'action	
Introduction du chapitre.....	237
Section 1 : Corrélation décision d'investissement – valeur intrinsèque (EVA) – valeur boursière (MVhA).....	238
Section 2 : Corrélation décision de financement – valeur intrinsèque – valeur boursière...	249
Section 3 : La corrélation entre la valeur intrinsèque et la valeur boursière de l'action.....	255
Conclusion du chapitre.....	270
Conclusion de la deuxième partie.....	271
Conclusion générale	273
Bibliographie	282
Liste récapitulative des graphes, schémas et tableau	291
Liste des abréviations	294
Annexes	296
Table des matières	357

INTRODUCTION GENERALE

Dans le sillage de développement économique, la contribution de l'entreprise joue un rôle primordial et indéniable du fait que sa performance influence directement la croissance économique du pays. Etant le vecteur de développement économique voire de l'économie, l'entreprise joue un rôle crucial dans son environnement. En effet, dans un environnement stable où le marché exerce peu d'influence sur l'entreprise et souvent la demande excède l'offre, la production de masse est plus appropriée à une demande dite homogène et par conséquent l'entreprise pouvait tabler sur une croissance régulière. Il n'en est pas de même pour une entreprise s'exerçant dans un environnement instable où l'influence du marché rend la demande variée et la croissance irrégulière. Dès lors, son adaptation aux différentes situations et aux changements de l'environnement est une nécessité pour assurer une économie solide.

Aujourd'hui, l'entreprise active dans un environnement qui devient de plus en plus incertain, volatile et difficile à maîtriser car ses composantes ne peuvent être ni anticipées, ni prévues notamment suite aux mouvements de l'ouverture des entreprises à l'international. L'internationalisation a pour principal corollaire le passage d'un environnement fermé à un environnement ouvert, entraînant la modification des mécanismes de marché, en augmentant l'entrée de nouveaux investisseurs influençant le fonctionnement des entreprises. Le nouvel environnement devient concurrentiel et se caractérise par une concurrence élargie provenant de plusieurs facteurs. Le passage d'une demande homogène à une demande variée oblige les entreprises à organiser leur production et adopter leur stratégie de manière à pouvoir s'adapter. C'est ainsi que la concurrence oblige les entreprises à adopter des stratégies, leur permettant d'être flexible devant le nombre accru de concurrents et qui ne cesse de s'accroître. Désormais leur pérennité dépend des stratégies devant répondre aux exigences et aux évolutions de leur environnement.

La mise en place de ces stratégies, dont le principal objectif est d'améliorer la capacité compétitive de l'entreprise, nécessite à priori la mobilisation des ressources financières, notamment par voie boursière car la cotation répond facilement aux attentes de l'entreprise en matière de financement, en lui permettant parfois de lever des capitaux dépassant même la capacité de financement de ses apporteurs de fonds habituels à savoir : les actionnaires actuels et les institutions financières.

Etant cotée, l'entreprise extériorise sa valeur et bénéficie d'un accès plus facile au marché des capitaux. Toutefois, elle ne pourra plus mener une stratégie indépendamment des objectifs des bailleurs de fonds ayant contribué à son financement. Désormais, elle est tenue de placer les paramètres financiers à savoir : les résultats financiers et la valeur de l'action au centre de ses préoccupations, puisque les actionnaires apprécient la performance de l'entreprise via la valeur actionnariale et leur satisfaction réside dans la création de valeur.

De plus, pour prospérer, il faut créer de la valeur par rapport aux concurrents. C'est la raison pour laquelle les ressources des investisseurs voire des actionnaires, doivent être confiées à des entreprises dont les gestionnaires sont avisés et compétents pour une utilisation optimale des ressources apportées.

L'entreprise doit être en mesure de créer de la valeur, car une entreprise qui réussit la mobilisation des capitaux dont elle a besoin pour son développement, est celle qui créera plus de valeur aux capitaux investis. Ceci étant, l'optimisation de la richesse des apporteurs de capitaux doit être intégrée dans le management de l'entreprise, car les bailleurs de fonds ne s'engagent dans le financement de l'entreprise que s'ils s'assurent des performances qu'elle est supposée atteindre.

Problématique et hypothèses de recherche

Le recours au financement externe par le capital-actions, né de besoins de fonds nécessaires au développement de l'entreprise, entraîne la séparation entre la propriété et le contrôle. De cette séparation naissent les conflits d'intérêts que l'entreprise est désormais tenue de résoudre, en s'appuyant sur des leviers lui permettant d'assurer avec succès la création de valeur.

L'objectif de création de valeur s'avère difficile à réaliser dans une entreprise dont les fonctions de propriété et de contrôle ne sont plus assurées par la même personne. En effet, lorsque l'entreprise est dirigée par une personne qui en est l'unique propriétaire, la question de création de valeur destinée à d'autres personnes autre que le propriétaire ne se pose même pas car celui-ci subit lui seul les risques et les coûts, et tous les bénéfices lui reviennent de droit.

Il n'en est pas de même pour une entreprise dont le capital est ouvert, entraînant l'entrée de nouveaux actionnaires ayant des objectifs différents voire conflictuels, et renforçant davantage la liberté d'action des dirigeants. Cette liberté a pour principal corollaire l'usage abusif des fonds des investisseurs dans l'intérêt des dirigeants.

Etant donné que la propriété est séparée de la direction, l'encadrement du fonctionnement de l'entreprise est un préalable pour toute action stratégique. Lequel se traduit par la mise en place des mécanismes permettant de faire converger les objectifs des actionnaires et des dirigeants vers l'objectif de création de valeur.

Tenant compte de la principale conséquence de cette séparation à savoir : les conflits et les divergences d'intérêts entre les membres composant l'entreprise, la maximisation de richesse pour les propriétaires n'est plus facile et évidente dans de telles conditions. De là dérive la question principale de notre travail :

Les entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger réussissent-elles la création de valeur intrinsèque et boursière, ayant trait principalement à une bonne politique de gouvernance et à des décisions d'investissement et de financement opportunes ?

Autrement dit, en dépit des divergences d'intérêts, les décisions de type d'investissement et de financement sont-elles prises dans le seul but de créer de la valeur intrinsèque et boursière ?

De ces questions, on comprend que, dans un premier temps, l'entreprise n'a qu'à mettre en place plusieurs mesures lui permettant d'alléger le climat conflictuel régnant en son sein. Il s'agit principalement des mesures inhérentes aux règles de bonne conduite, voire de bonne gouvernance. Ce sont des mécanismes dont l'objectif est de délimiter le comportement discrétionnaire et la marge de liberté des dirigeants. Etant donné que ces derniers sont les plus intervenants dans la gestion interne de l'entreprise, notamment en termes de choix stratégiques, leur décision influence directement la performance de celle-ci en particulier et de l'économie en général. C'est la raison pour laquelle la question de discipliner les dirigeants s'avère de plus en plus cruciale et la mise en place d'un système de gouvernance, permettant aux entreprises d'être gérées de façon professionnelle et avec des pratiques de gestion de qualité, s'avère plus qu'indispensable.

De ce qui précède, découle **l'hypothèse principale de notre recherche, selon laquelle les décisions d'investissement et de financement prises dans un bon cadre de gouvernance affectent la création de valeur intrinsèque et boursière de l'action.**

Plus précisément et de manière cohérente avec les développements théoriques portant sur l'origine et l'apport de la gouvernance, faisant l'objet du premier chapitre de ce travail de recherche, on formule la première hypothèse suivante :

H1. La gouvernance a un impact positif sur la création de valeur intrinsèque et boursière.

Cette hypothèse peut être vérifiée dans le cas des entreprises publiques algériennes privatisées et cotées à la bourse d'Alger. En effet, la privatisation par l'ouverture partielle du capital conduit à un changement de structure de la propriété dans l'économie des pays en transition en général et de l'Algérie en particulier. Lequel changement conduit à un besoin intense de mécanismes de contrôle et d'incitation des nouveaux partenaires, qui deviennent plus nombreux et plus diversifiés, en vue du bon fonctionnement des entreprises. Ainsi, cette hypothèse peut être vérifiée en comparant la performance de l'entreprise dans deux contextes différents : avant et après la cotation en bourse. En d'autres termes, en comparant les indicateurs de création de valeur avant et après le changement de structure de la propriété. Ceci nous permet de porter un jugement sur les mécanismes de gouvernance mis en place par l'entreprise cotée.

D'un point de vue théorique, la notion de la gouvernance trouve ses origines dans la séparation entre la propriété et le contrôle. En effet, la firme est définie comme un nœud de contrats car elle est conçue comme une organisation regroupant plusieurs individus ayant des intérêts différents, voire conflictuels. Le concept de nœud de contrats indique que l'entreprise se caractérise par la présence de relations contractuelles entre les différentes parties prenantes, contribuant à son développement. La divergence des objectifs de celles-ci est à l'origine de l'apparition de conflits. L'une des théories ayant contribué à l'explication de la nature de ces conflits est la théorie de l'agence, qui lie leur présence à la fameuse séparation entre la propriété et le contrôle. Selon cette théorie, deux principaux agents caractérisent la présence de relations contractuelles au

sein de l'entreprise. Il s'agit du principal qui est le propriétaire et de l'agent auquel est délégué une partie du pouvoir et du contrôle. Certes, les relations contractuelles au sein d'une entreprise ne se limitent pas à la seule relation entre le principal et l'agent, elles s'étendent aussi aux autres parties prenantes.

Une bonne gouvernance oriente et influence le choix stratégique de l'entreprise. En effet, elle ne contribue réellement à la création de valeur qu'en créant un climat très favorable, stimulant l'équipe dirigeante à opter pour des décisions allant de pair avec l'objectif des actionnaires. Il s'agit notamment des décisions d'investissement qui conditionnent la réussite de toute entreprise, voire de l'économie toute entière. L'investissement est l'assise de création de valeur dans la mesure où le rendement réalisé sur cet investissement compense largement le coût des ressources. Conformément aux développements théoriques portant sur l'apport des décisions d'investissement à la création de valeur intrinsèque et boursière, et faisant l'objet du chapitre deux de la première partie, on formule la deuxième hypothèse suivante :

H2. La décision d'investissement influence positivement la création de valeur intrinsèque et boursière.

En partant du principe que l'investissement est source de création de valeur, nous considérons que la décision d'investissement est le principal levier créateur de valeur. De plus, l'introduction à la bourse, entraînant le changement de la structure de propriété et une nouvelle architecture organisationnelle, peut constituer un moyen de résoudre les problèmes liés à la distorsion des investissements. Nous testerons cette hypothèse, avant et après l'admission du groupe SAIDAL et l'E.G.H AURASSI à la cote, tout en considérant que la bonne gouvernance incite les dirigeants à augmenter les investissements en nombre et en taille. En effet, l'évolution des taux d'investissement avant et après la cotation, permet de déterminer la part prise par la gouvernance, suite au changement induit par la cotation en termes de structure organisationnelle, dans l'incitation à la création de valeur, en agissant sur l'un de ses leviers fondamentaux : l'investissement. Les ratios d'investissement choisis représentent les décisions des dirigeants quant à la politique d'investissement adoptée et expliquent en même temps l'évolution du niveau des indicateurs de création de valeur. C'est en comparant l'évolution de ces indicateurs à celle des ratios d'investissement, qu'on déduit l'impact des décisions d'investissement sur la création de valeur.

Suivant la question principale de notre travail, on comprend que, dans un second temps, la décision d'investissement est source de création de valeur. En effet, bien que la gouvernance constitue un moyen majeur et déterminant de la création de valeur, elle ne demeure pas l'unique facteur car plusieurs facteurs peuvent être à l'origine de la création de valeur et la rendant ainsi une approche multifactorielle. Parmi ces facteurs, les décisions stratégiques en particulier d'investissement et de financement. Chacune de ces décisions constitue des leviers stratégiques en termes de création de valeur. L'investissement qu'il soit industriel, technologique ou financier, joue un rôle crucial dans le processus de développement de l'entreprise, puisqu'il impacte directement la

richesse créée. Il conditionne même le développement économique de tout pays quel qu'il soit (développé ou en voie de développement).

Concernant les pays en transition vers l'économie de marché, le développement du marché financier est nécessaire et ne peut se réaliser que par la contribution des entreprises cotées, dont la croissance dépend principalement de la politique d'investissement adoptée. Ainsi, une entreprise dont la rentabilité des investissements est élevée et supérieure au coût de financement de ces derniers, crée de la richesse. La stratégie d'investissement adoptée est source de création de valeur.

Par ailleurs, le contexte dans lequel active l'entreprise peut influencer les résultats auxquels elle s'attend et changer même la donne. En effet, dans un environnement à forte concurrence, une décision d'investissement inadéquate s'avère destructrice de valeur, puisque dans un tel environnement cette décision peut être affectée par les différentes contraintes internes et externes associées, notamment à l'incertitude environnementale. Il s'agit des contraintes liées à l'opportunisme des intervenants au sein de l'entreprise en particulier les dirigeants, l'asymétrie informationnelle, l'incertitude et la rationalité limitée quant à l'appréhension des flux d'investissement au-delà d'un certain horizon. Ce sont autant de contraintes qui peuvent empêcher l'entreprise d'atteindre l'optimum permettant de réaliser des projets qui maximisent la valeur créée. La création de valeur dépend fortement de la capacité des dirigeants à fructifier l'intégralité des fonds reçus des investisseurs, en évitant des investissements qui rapporteraient moins que leur coût de financement.

Etant donné que la source de distorsion du processus de décisions d'investissement est liée aux contraintes d'ordre organisationnel et environnemental, la solution qu'il y a lieu d'apporter ne peut être fiable que si elle touche au centre du problème. Il s'agit d'une solution qui porte sur l'architecture organisationnelle qui est articulée au tour de deux dimensions constituant une taxinomie centrale : la dimension gestion et la dimension contrôle, qui se caractérisent par une forte interaction car chacune d'entre elle sert l'autre. En d'autres termes, l'organe de décision ne peut valider et affirmer les décisions stratégiques à prendre sans l'approbation de l'organe de contrôle et le rôle de ce dernier dépend des directives de l'organe de décision. Chacune de ces dimensions joue un rôle crucial dans la prise de décisions stratégiques allant dans l'intérêt de l'entreprise. C'est ainsi que l'architecture organisationnelle peut être considérée comme un moyen de se prémunir contre les différentes contraintes et répondre à l'objectif de création de valeur.

La cotation des entreprises en bourse par l'ouverture de leur capital entraîne le changement de la structure de propriété, influençant à son tour l'architecture organisationnelle. Cela dit, les décisions d'investissement sont beaucoup plus créatrices de valeur quand l'entreprise ouvre son capital. Toutefois, la création de valeur par l'investissement ne se limite pas à l'architecture organisationnelle. L'évaluation de celui-ci y joue un rôle crucial car elle est considérée comme un outil d'aide à la prise de décision, en particulier de celle liée à la création de valeur. L'appréciation des investissements pour optimiser la rentabilité future dépend de l'évaluation. Par ailleurs,

la décision d'investissement ne peut garantir à elle seule une création de valeur, ni une bonne gouvernance.

Plusieurs facteurs constituant des leviers d'action stratégiques, viennent considérablement influencer la création de valeur. Or, en ce qui concerne notre travail de recherche, nous considérons deux principales variables financières qui semblent fondamentales pour l'analyse de la création de valeur : **la politique d'investissement et la politique de financement**. Ces deux variables sont indissociables et exercent une influence inévitable sur l'objectif de la maximisation de valeur, en conditionnant l'origine et l'utilisation des fonds mis à la disposition de l'entreprise. En effet, l'adoption d'une politique de management par la valeur ne nécessite pas seulement de saisir les meilleures opportunités d'investissement, mais aussi de choisir une politique de financement opportune, allant de pair avec l'objectif de création de valeur. Tout investissement nécessite la mobilisation des ressources financières, qui ne sont pas gratuites.

C'est la raison pour laquelle l'entreprise doit articuler ses décisions stratégiques en l'occurrence d'investissement avec la finance, car cette dernière explique et éclaire les implications financières de ces décisions. En effet, un projet d'investissement ne doit être accepté, qu'en s'assurant de sa rentabilité future, étant donné qu'il joue un rôle prépondérant dans la croissance de l'entreprise et influence même les autres fonctions à la base de développement de celle-ci.

L'évaluation des investissements repose principalement sur la comparaison des rendements futurs et espérés avec le coût de ceux-ci, tout en tenant compte du facteur temps et du mode de financement. Ce dernier est appréhendé par le coût du capital, c'est-à-dire le coût des fonds propres et des dettes. C'est un taux émanant du marché et tient compte de l'évolution et des conditions de ce dernier. Toute entreprise faisant appel au financement par fonds propres et par dettes supporte des coûts inhérents à la nature de ces ressources, constituant ainsi le coût du capital. Ceci étant, le choix de financement influence considérablement le coût du capital renseignant donc sur la politique de financement, qui ne peut en aucun cas être dissociée de la politique d'investissement.

En se référant à la question principale de notre travail, on constate que dans un troisième temps la décision de financement a un impact sur la création de valeur.

La modification de la structure financière de l'entreprise influence le coût du capital et par conséquent la valeur créée, car la structure financière mesure la part respective des fonds propres et des dettes représentant les ressources de l'entreprise. Lesquelles ressources ne sont pas gratuites et ont un coût. Ce coût est susceptible de mettre en péril la situation financière de l'entreprise dans la mesure où les rendements réalisés ne couvrent pas les coûts de financement. De plus, il y a toute une panoplie de facteurs susceptibles d'influencer le choix entre fonds propres et dettes, et par conséquent le coût du capital et la valeur créée. Étant donné que le coût du capital se décompose en coûts de dettes et de fonds propres, pondérés par le poids respectif de chaque ressource, tout risque lié à ces ressources affecte automatiquement le coût du

capital. C'est ce qui pousse les entreprises à procéder à des études approfondies des sources de financement, en analysant leur coût et leur impact sur la valeur. Delà dérive notre troisième hypothèse :

H3. La décision de financement et la structure financière influencent la création de valeur.

Nous testerons cette hypothèse de recherche, avant et après la cotation du groupe SAIDAL et de l'E.G.H AURASSI, en utilisant la variable explicative de la décision de financement à savoir : le ratio de dettes. Nous considérons dans notre travail de recherche que le recours à l'endettement ou l'augmentation du taux de la dette sur la durée de l'étude est une variable explicative d'une bonne gouvernance d'une part, et de création de valeur intrinsèque et boursière d'autre part. Le ratio lié à la politique d'endettement explique et représente les décisions de financement, prises par l'équipe dirigeante dans l'intérêt de l'entreprise avant et après la cotation. L'impact des décisions de financement sur la création de valeur intrinsèque se mesure en comparant le ratio d'endettement retenu aux indicateurs de la création de valeur. L'évolution des taux de la dette sur la période d'étude permet d'expliquer l'évolution des indicateurs de création de valeur.

La structure financière doit se présenter sous trois aspects pour qu'elle maximise la valeur de l'entreprise. Le premier porte sur la maximisation des fonds propres ou des dettes, en analysant les mécanismes de l'effet de levier, voire l'impact positif de l'endettement sur la rentabilité. Le deuxième se base sur la minimisation du coût du capital et le troisième porte sur la minimisation du risque financier, en respectant la capacité limite d'endettement. Toutefois, l'impact de la structure financière, de la politique d'investissement et de la gouvernance sur la valeur ne peut être mesuré qu'en utilisant des indicateurs de création de valeur, susceptibles de mesurer l'apport de ces leviers à la fois à la valeur intrinsèque et la valeur boursière de l'action, et ce dans deux contextes différents : avant et après la cotation. Vu qu'ils reflètent les choix stratégiques de l'entreprise, les indicateurs de création de valeur permettent de juger de la validité des décisions stratégiques de l'entreprise, en termes d'investissement et de financement.

Par ailleurs, les indicateurs de création de valeur diffèrent selon que l'on mesure la valeur intrinsèque ou la valeur boursière de l'action. Ainsi, la mesure de la création de valeur intrinsèque nécessite la mise en place des indicateurs qui reflètent la réalité économique de l'entreprise et le résultat des actions stratégiques entreprises, en termes de choix d'investissement et de financement opportun. Ce type d'indicateur reflète donc le résultat des opérations stratégiques, qui se trouvent au cœur de la gestion de la valeur.

Quant à la mesure de la création de valeur boursière, elle nécessite l'utilisation des indicateurs qui reflètent l'impact des initiatives stratégiques de l'entreprise sur les attentes des investisseurs ou du marché. En dépit de la différence entre les indicateurs utilisés pour mesurer la création de valeur intrinsèque et boursière de l'action, ces deux valeurs sont étroitement imbriquées de telle sorte que les attentes des actionnaires soient influencées par les indicateurs qui ressortent de l'analyse de la valeur au niveau interne.

En d'autres termes, une bonne appréciation de la valeur boursière indique une bonne perception des investisseurs de la gestion interne de l'entreprise. C'est la raison pour laquelle la réussite de l'objectif de la création de valeur nécessite la prise en compte de l'impact des décisions stratégiques de l'entreprise sur les attentes des actionnaires au risque de poursuivre des politiques d'investissement et de financement opportunes, qui font augmenter la rentabilité interne ou la valeur intrinsèque, mais n'optimisent pas de la valeur pour l'actionnaire. Dès lors, il incombe aux dirigeants de veiller à maximiser la valeur boursière, en optimisant la valeur créée au niveau interne par la mise en place d'une bonne politique de gouvernance, d'investissement et de financement. Laquelle valeur boursière est jugée nécessaire pour dynamiser le marché financier, en rendant les entreprises cotées de plus en plus attrayantes.

Revue de la littérature

La principale préoccupation de notre travail est la création de valeur. La première revue de la littérature concerne cette problématique. Depuis la fin des années 1950, plusieurs travaux de recherche sur la question de création de valeur n'ont pas cessé d'alimenter la recherche en finance. En effet, les travaux de Modigliani et Miller (1958) portant sur l'impact des décisions stratégiques sur la valeur de l'entreprise illustrent bien l'importance accordée au thème de la valeur. Ces auteurs expliquent dans deux contextes différents, parfait et imparfait, la problématique des politiques d'investissement et de financement et la valeur ainsi que la liaison entre la finance de la firme et les marchés financiers.

Vers la moitié des années 1960 Sharpe et Lintner intègrent le facteur risque dans les décisions d'investissement et de financement, et ce pour une meilleure évaluation des projets permettant la création de valeur.

En 1973, la théorie des options de Black et Scholes stipule que les décisions d'investissement et de financement ne doivent pas être irréversibles mais flexibles avec les conditions du marché, en s'adaptant aux maintes situations qui peuvent se produire sur ce dernier, pour que ces décisions contribuent réellement à la création de valeur.

En 1976, la théorie positive de l'agence de Jensen et Meckling postule que la politique financière de l'entreprise peut être considérée comme un mode de résolution des conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires, et donc un moyen de créer de la valeur en particulier dans un climat conflictuel.

La théorie de Mayers et Majluf (1984) place au premier plan les problèmes posés par l'asymétrie informationnelle, et considère que la politique financière peut être utilisée comme un moyen de résoudre cette asymétrie entre les dirigeants et les actionnaires.

La théorie des coûts de transaction, dont le modèle de Oliver Williamson, stipulant que les modalités de financement de la firme dépendent de la nature des actifs, s'est aussi intéressée à la création de valeur en considérant qu'il n'y a pas de séparation

entre les décisions d'investissement et de financement, et que le mode de financement dépend largement de la spécificité des investissements à financer. Le respect de cette interrelation entre ces décisions favorise la création de valeur. Cela dit, la finance s'intéressait depuis des années aux choix des investissements, à la structure financière et à la politique de distribution de dividendes, influençant d'une manière directe ou indirecte la valeur de l'entreprise.

Par ailleurs, c'est vers les années 1990 que la notion de création de valeur prend place et occupe une position dominante au sein de l'entreprise. La montée en puissance des investisseurs institutionnels et la libéralisation des mouvements de capitaux, poussent les entreprises à mettre l'accent sur la rentabilité des capitaux apportés par les investisseurs. Ce type d'investisseurs draine d'importantes ressources augmentant leur part dans le capital, leur conférant une influence considérable dans les choix stratégiques de l'entreprise et une exigence accrue dans le domaine de la gouvernance pour un meilleur retour sur investissement. Ayant le choix et la liberté de placer son épargne, l'investisseur est de plus en plus au centre d'intérêt des entreprises.

Les mouvements de privatisation des entreprises publiques et l'ouverture de leur capital n'ont fait qu'accentuer l'importance et le rôle de la notion de création de valeur au sein des entreprises. De plus, le développement des marchés de capitaux a pour principal corollaire le développement du marché de contrôle, qui constitue une menace pour les entreprises et les incite par conséquent à créer de la valeur. Ajouter à cela, les évolutions technologiques et la concurrence, obligeant les entreprises à mobiliser de plus en plus des ressources financières auprès du marché des capitaux.

Un autre fait particulier à l'Algérie vient compléter les raisons de créer de la valeur, l'ouverture du capital des entreprises publiques algériennes par l'adhésion à la bourse. Cette introduction à la bourse, leur assure un meilleur accès au marché des capitaux en leur permettant de lever facilement des capitaux dont elles ont besoin, une possibilité de financer leur croissance externe par échange de titre, une obligation de transparence et de divulgation de toutes les informations les concernant, et une amélioration de leur crédibilité en leur exigeant de créer de la valeur. Les entreprises sont tenues aussi de traiter avec les actionnaires, ce qui nécessite donc le développement de la notion de création de valeur. Tous ces facteurs ont eu pour corollaire, une multiplication des modèles de mesures de la création de valeur. On a ainsi des :

- Indicateurs comptables sur lesquels portaient l'essentiel de la communication financière des entreprises jusqu'au milieu des années 1980. La rentabilité des capitaux propres a constitué pendant longtemps l'étalon de la performance financière des entreprises.
- Indicateurs de nature hybride dont la principale caractéristique est de tenir compte du coût des ressources voire du coût des capitaux employés par l'entreprise, permettant de ce fait de mesurer le sur-rendement des actionnaires ou la destruction de leur valeur. L'un de ces modèles sera

popularisé à savoir : Economic Value Added ou L'EVA (utilisé par les entreprises vers la fin des années 1990).

- Indicateurs de nature financière, telle que la Valeur Actuelle Nette ou la VAN. Le problème se pose dans la complexité de sa mise en œuvre pour une analyse externe.
- Et des indicateurs de nature boursière, dépendant fortement de la conjoncture boursière et traduisant les attentes des investisseurs sur le marché.

Devant cette abondance d'indicateurs et tenant compte de l'objectif de notre recherche à savoir la mesure de la création de valeur, nous avons retenu les indicateurs suivants : pour la mesure de la création de valeur au niveau interne c'est à dire la valeur économique intrinsèque, on a choisi L'EVA, le ratio de rentabilité des capitaux propres et le ratio de levier de valeur.

Quant à la mesure de la valeur externe voire boursière, nous avons choisi l'indice de la rentabilité totale pour l'actionnaire ou total shareholder return (TSR), la market value added ou valeur ajoutée par le marché et le ratio market-to-book. Les raisons qui ont motivé le choix de ces indicateurs sont exposées d'une façon détaillée et approfondie dans la méthodologie du travail, expliquant l'objet d'étude de tous les chapitres dont ceux traitant de la mesure de la création de valeur intrinsèque et boursière.

Etant donné que la création de valeur abordée dans notre travail de recherche dépend de trois principaux facteurs à savoir : la gouvernance, les décisions d'investissement et de financement ; trois revues de la littérature appropriées à chaque facteur seront exposées successivement dans leurs chapitres respectifs. Ainsi, la gouvernance, les décisions d'investissement et de financement seront successivement passées en revue.

Choix du thème

Le thème de la création de valeur est au cœur de la finance et la gestion de l'entreprise, c'est pourquoi nous avons choisi d'approfondir nos réflexions sur ce sujet. Nous avons toujours considéré que la création de valeur est la source, voire l'assise du développement de l'entreprise et même économique.

La principale raison qui a motivé le choix de notre thème est le rôle crucial que joue la contribution de l'entreprise dans le développement économique. Cette contribution, qu'elle soit positive ou négative, influence directement la croissance économique du pays. Or, l'entreprise en particulier si elle est cotée pour qu'elle contribue positivement à cette croissance, il faut qu'elle crée de la valeur au niveau interne et externe. Ce qui justifie notre motivation : par les décisions d'investissement et de financement opportunes et la bonne gouvernance, l'entreprise en particulier celle cotée améliore ses performances, évite le dysfonctionnement du marché financier et permet ainsi davantage de croissance pour l'économie.

Objet de la recherche

L'objet de notre travail est très clairement la création de valeur intrinsèque et boursière ou la performance financière envisagée sous l'angle de la création de valeur. Notre domaine de spécialisation est la création de valeur (intrinsèque et boursière) au sein des entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger. Nous nous situons dans le champ de recherche de la création de valeur ou de la performance de l'entreprise et nous visons les décisions d'investissement et de financement accompagnées d'une bonne gouvernance, comme source de création de valeur des entreprises cotées. Plus concrètement, nous plaçons l'interaction entre la création de valeur et les choix stratégiques en termes d'investissement et de financement, et même la bonne gouvernance dans l'univers de l'entreprise publique cotée à la bourse d'Alger.

Quelques questions préalables méritent d'être élucidées

1. Pourquoi avons-nous choisi la création de valeur intrinsèque et boursière ?
2. Pourquoi avons-nous choisi l'entreprise publique algérienne cotée ?
3. Pourquoi limitons-nous les sources de création de valeur aux seules décisions d'investissement et de financement sachant que la création de valeur est une approche multifactorielle ?
4. Pourquoi avons-nous considéré que la gouvernance constitue un préalable pour toute décision stratégique et un facteur clé de la création de valeur au sein des entreprises cotées ?
5. Pourquoi avons-nous lié directement la performance financière et économique à la création de valeur intrinsèque ?

S'agissant de la question une : Nous avons choisi de travailler sur la création de valeur intrinsèque et boursière, parce que dans une économie de transition où l'entreprise abandonne le modèle de l'économie planifiée et converge vers celui des économies libérales, les sources de financement se diversifient et l'appel au marché financier nécessite un retour sur capital investi, voire la création de valeur. Etant cotée, l'entreprise dispose de deux valeurs, l'une intrinsèque et l'autre boursière. La première renseigne sur le résultat des variables qui se trouvent au cœur de la gestion de valeur et la deuxième renseigne sur la perception et la réaction des investisseurs. De ce fait, il incombe à l'entreprise de tenir compte de l'impact des décisions stratégiques sur les attentes des actionnaires, appréhendées par la valeur boursière au risque de poursuivre des stratégies d'investissement et de financement qui certes optimisent la valeur intrinsèque mais pas la valeur boursière. Dès lors, l'entreprise cotée est tenue de s'intéresser à la fois à la valeur intrinsèque et la valeur boursière.

Pour la question deux : Nous avons choisi le cas de l'entreprise algérienne parce que cette dernière constitue un cas intéressant à étudier. Le passage d'une économie planifiée

à une économie de marché, lui exige de procéder à une transition vers un nouveau système économique pour son développement. Plusieurs changements dérivent de ce nouveau système, parmi eux : le changement des modalités de financement entraînant la diversification des sources de financement. Dans un tel contexte, l'ouverture de l'entreprise aux capitaux nouveaux afin d'augmenter sa capacité de financement, est nécessaire pour relancer à nouveau ses activités et assurer par conséquent son développement. Cependant, ces ressources ne sont pas confiées à n'importe quelle entreprise, elles sont confiées à celle qui assure la création de valeur et dont les gestionnaires sont prêts à les utiliser de façon optimale.

Concernant la question trois : Nous avons limité notre étude aux seules décisions d'investissement et de financement, parce qu'elles sont l'assise de la création de valeur. En effet, la stratégie adoptée pour créer de la valeur, aussi intéressante soit-elle, nécessite au préalable la mobilisation des capacités d'investissement et de financement. Autrement dit, la traduction en actions de la stratégie de l'entreprise ne peut être effective qu'en investissant et en ayant cherché et préparé les ressources de financement nécessaires. De plus, la création de valeur n'est possible que si le rendement des investissements est supérieur au coût de financement, et ce quelle que soit la stratégie adoptée.

Quant à la question quatre : Nous avons considéré que la gouvernance constitue un préalable pour toute décision stratégique et un facteur clé de succès, parce que la transition vers l'économie de marché ou vers les modèles économiques constitués par des économies libérales développées entraîne le changement de structure de la propriété des entreprises en ouvrant leur capital. C'est ainsi que leurs partenaires deviennent plus nombreux et diversifiés et leurs relations apparaissent généralement conflictuelles. Ces conflits peuvent engendrer des coûts élevés et même entraver l'objectif de création de valeur. Ce qui nécessite la mise en place des mécanismes de contrôle et d'incitation afin d'assurer le bon fonctionnement de l'entreprise. La mise en place de ces mécanismes renseigne sur le système de gouvernance, qui constitue un facteur clé de la création de valeur puisqu'il permet à la base d'éviter les conflits d'intérêts entre les différents partenaires de l'entreprise, en les faisant converger vers le même objectif à savoir : la création de valeur.

La gouvernance constitue un préalable pour toute action stratégique car dans une entreprise regroupant plusieurs membres ou individus ayant des intérêts divergents et conflictuels, il est difficile de prendre des décisions allant dans l'intérêt des actionnaires. La réponse la plus pertinente à ces problèmes nous paraît un bon cadre de gouvernance basé sur la mise en place des mécanismes et des règles de bonne conduite, constituant un moyen de discipliner les différentes parties prenantes, en les incitant à ne jamais manquer à leurs obligations.

Enfin pour la question cinq : Nous avons considéré que la performance financière et économique basée sur l'approche de la rentabilité économique et financière conduit directement à la notion de création de valeur au niveau interne, simplement parce que la création de valeur est possible si le rendement des capitaux investis est supérieur au coût

des capitaux de l'entreprise. Néanmoins, il existe deux types d'indicateurs de création de valeur opposés, l'un en relation directe avec la gestion interne de l'entreprise, l'autre en relation directe avec la perception des investisseurs et la mesure des performances boursières.

Méthodologie de recherche

Afin de mener à bien notre recherche et répondre à ses préoccupations, nous avons adopté la démarche méthodologique consistant :

Dans un premier temps, en une **recherche bibliographique** basée sur la consultation des fonds documentaires de plusieurs universités algériennes et étrangères;

Dans un second temps, en une **recherche empirique** basée sur le traitement des données comptables publiées par les entreprises publiques cotées à la bourse d'Alger.

De plus, la nature de notre recherche nous a conduit à adopter une étude de type « **avant-après** » l'introduction en bourse et une **approche** reposant sur une **étude de cas**.

Quant à la **rédaction** de la présente thèse, nous avons suivi une **démarche** à la fois **théorique** et **empirique**. Le **cadre théorique** auquel on a recouru est **l'économie de l'incertain** où l'entreprise est confrontée à des obstacles liés à l'opportunisme des individus, l'asymétrie informationnelle et l'incertitude environnementale. Dans un tel contexte, la bonne gouvernance constitue un des moyens permettant de créer de la valeur, en réduisant tout conflit d'intérêt entre les agents. L'aspect **empirique** a porté sur la **mesure** de la création de **valeur intrinsèque** et **boursière** de l'action. L'objectif est d'expliquer qu'à toute création de valeur, engendrée par les actions stratégiques se trouvant au cœur de la gestion interne de valeur, doit correspondre une évaluation par le marché, indiquant les attentes et la perception des investisseurs.

Structuration du travail de recherche

L'objectif de notre thèse est de placer l'apport de la gouvernance et des décisions financières de type d'investissement et de financement à la création de valeur, dans l'univers de l'entreprise publique algérienne cotée à la bourse d'Alger.

Avant de tester les hypothèses de relation entre gouvernance, décisions d'investissement, de financement et la performance en procédant à la mesure des indicateurs de la création de valeur dans deux contextes différents : avant et après la cotation (deuxième partie), nous commençons par une analyse théorique et approfondie de la contribution de chacun des leviers, cités précédemment, à la création de valeur (première partie).

Pour mener à bien notre recherche, la thèse est structurée en deux parties : dans la première partie est abordée la contribution à la fois de la gouvernance, des décisions

d'investissement et de financement à la performance envisagée sous l'angle de la création de valeur, en se posant la question suivante : dans quelle mesure la gouvernance, la politique d'investissement et de financement peuvent être considérées comme des leviers stratégiques créateurs de valeur intrinsèque et boursière ? Les mots clés sont : mécanismes de gouvernance, propriété, contrôle, choix d'investissement, choix de financement et création de valeur.

Cette partie est scindée en trois chapitres. Le premier traite de la gouvernance qui renvoie aux mécanismes et aux règles régissant le fonctionnement de la direction et l'organe de contrôle de l'entreprise, surtout lorsqu'il s'agit d'une entreprise cotée dont la principale caractéristique est le changement de propriété. Dans ce chapitre, il sera également question de replacer les décisions d'investissement, de financement et la création de valeur dans le cadre de la politique de gouvernance. L'objectif de ce chapitre ne se limite pas uniquement à l'apport des mécanismes de gouvernance à la création de valeur, en considérant ceux-ci comme des leviers stratégiques créateurs de valeur. Il traite aussi de la relation entre la gouvernance et les décisions d'investissement et de financement, qui sont à l'origine la source de création de valeur. Cette relation diffère selon les modalités de fonctionnement des entreprises.

En nous appuyant sur les enseignements des chercheurs en finance, nous approfondissons l'analyse théorique de la contribution de la gouvernance à la performance afin d'apporter une meilleure compréhension du rôle de la gouvernance dans le développement de l'entreprise, voire de l'économie toute entière. Le cas de l'Algérie nous permet de vérifier l'impact de la gouvernance sur la création de valeur. Le passage de l'économie planifiée à l'économie de marché, engendrant dans certains cas la privatisation des entreprises étatiques, permet de vérifier facilement l'impact du changement de propriété sur la performance de l'entreprise, et par conséquent de la gouvernance sur la performance puisque celle-ci est née de la séparation du contrôle et de la propriété.

Le deuxième chapitre traite de la décision d'investissement et sa contribution à la création de valeur. Cette décision joue un rôle crucial dans la création de valeur. Toute stratégie adoptée par l'entreprise nécessite l'engagement dans des projets assurant un retour sur investissement. Ce qui demande des études approfondies et analytiques de la rentabilité des investissements.

Une bonne gouvernance contribue aussi au bon choix des investissements car la mise en place des mécanismes de gouvernance pousse les décideurs à opter pour des décisions d'investissement allant dans l'intérêt des propriétaires.

Le troisième chapitre porte sur l'apport du choix de financement à la création de valeur. Toute décision d'investissement nécessite la mobilisation des ressources financières, qui ne sont pas gratuites et engendrent de ce fait des coûts. Lesquels sont appréhendés par le coût du capital influençant directement le rendement des investissements. Les décisions d'investissement et de financement sont indissociables et leur contribution à la création de valeur est considérable.

La deuxième partie porte sur les indicateurs de création de valeur qui nous permettent de mesurer l'impact de chacune des décisions étudiées précédemment sur la valeur. Il s'agit d'une part, des indicateurs renseignant sur la valeur intrinsèque de l'action ayant trait à la fois aux décisions d'investissement, de financement opportunes et à la gouvernance et indiquant de ce fait le résultat des actions stratégiques entreprises, et d'autre part, des indicateurs renseignant sur la valeur boursière. Laquelle valeur renseigne sur la perception et les attentes des investisseurs. Ces indicateurs de mesure de la valeur nous permettent d'apprécier les choix stratégiques en termes d'investissement et de financement d'une part, et les mécanismes de gouvernance mis en place d'autre part. Les mots clés de cette partie sont : valeur intrinsèque, valeur boursière, EVA, TSR, rentabilité financière.

Cette partie est scindée en trois chapitres : le chapitre un traite directement de l'impact de la gouvernance, des décisions d'investissement et de financement sur la création de valeur intrinsèque en utilisant les indicateurs de mesure suivants : le ratio de rentabilité des capitaux propres ou de rentabilité financière, l'indice de l'économie value added (EVA) et l'indice de valeur. En effet, les raisons qui ont motivé le choix de ces indicateurs sont : concernant le ratio de rentabilité financière, il conduit directement à la notion de création de valeur pour l'actionnaire puisque celle-ci se réalise dès que le rendement des capitaux propres est supérieur à leur coût. Aussi, l'utilisation de ce ratio nous permet d'apprécier la capacité de l'entreprise à rentabiliser les fonds apportés par ses actionnaires, et à assurer un retour financier sur ses investissements.

Concernant l'EVA, il est un indice de mesure qui tient compte de la rentabilité des investissements et du coût des ressources de financement. C'est un indicateur de performance de management de l'entreprise. Il tend à faire parti des standards de la qualité managériale car il sensibilise les différents agents composant l'entreprise sur des objectifs de rentabilité et de valeur.

Selon l'EVA, la performance interne de l'entreprise est fonction de l'analyse de la rentabilité des investissements et de l'analyse de l'optimisation de l'utilisation des ressources. Suivant sa formule, l'EVA permet de comparer le taux de rendement des capitaux investis au coût des ressources utilisées. Elle est riche en termes d'information, puisqu'elle nous informe à la fois sur le rendement de la décision d'investissement et sur l'optimisation des ressources utilisées. Tout changement lié à la politique d'investissement et de financement se reflète par l'EVA.

Quant au ratio de levier de valeur, son choix est lié à l'objectif de rapprochement entre la rentabilité et les coûts des capitaux propres investis.

Le chapitre deux traite de l'impact des choix stratégiques de l'entreprise sur les attentes des investisseurs, lesquelles sont reflétées par la valeur boursière dont les indicateurs de mesure diffèrent complètement de ceux de la valeur intrinsèque. Ce sont des indicateurs appropriés à la performance ou à la valeur boursière de l'entreprise. Il s'agit principalement de :

- L'indice de rentabilité totale pour l'actionnaire ou « Total Shareholder Return » ;
- La valeur ajoutée par le marché ou « Market value added » ;
- L'indice «Market-to-Book ».

Nous avons choisi de mesurer la valeur boursière de l'action avec ces indicateurs vu le point commun à ces indices, qui est l'estimation par le marché de la valeur de l'action, traduisant ainsi les anticipations des actionnaires. De plus, les éléments constitutifs de ces indicateurs fondent leur supériorité par rapport à d'autres critères de performance, notamment aux critères comptables sujets à manipulation. Leurs variables expriment la réaction du marché (les multiples) quant aux décisions stratégiques (les fondamentaux) prises par l'entreprise.

Les fondamentaux et les multiples constituent les principales dimensions du système de création de valeur. Pas de création de valeur sans une stratégie interne à l'entreprise et une bonne appréciation par le marché. C'est ainsi que les indicateurs boursiers expliquent clairement la relation entre ces deux variables.

Le chapitre trois porte sur la liaison entre la valeur intrinsèque et la valeur boursière. Cette liaison peut être étudiée et analysée, en procédant à des corrélations entre les indicateurs étudiés, tout en tenant compte des résultats des chapitres précédents. A travers ces chapitres nous avons abouti à des résultats concluants.

Résultats de la recherche

Les résultats de notre recherche révèlent que les variables représentant les décisions d'investissement et de financement, expliquant ainsi la création de valeur intrinsèque, ne sont pas un facteur exclusivement déterminant de la valeur boursière. De plus, le pouvoir explicatif de l'EVA est très faible, indiquant de ce fait que la création de valeur d'un point de vue externe est influencée par d'autres facteurs autres que ceux liés à la performance interne de l'entreprise.

A travers notre travail, nous avons constaté que les investisseurs dans leur évaluation de l'entreprise ne comptaient pas sur les performances internes, mais sur d'autres facteurs pouvant être subjectifs et liés à la conjoncture boursière, influençant leur anticipation et perception. Ainsi, l'évaluation par le marché financier semble être éloignée de la réalité et de la situation interne des entreprises.

Naturellement, les indicateurs de valeur intrinsèque reflétant en grande partie le résultat des actions stratégiques, notamment d'investissement et de financement, devraient jouer un rôle prépondérant et déterminant dans l'évolution positive de la valeur boursière. Or, les résultats des cas de SAIDAL et de l'E.G.H.EL AURASSI réalisés jusqu'ici s'opposent à ce constat, tout comme à plusieurs études empiriques.

Schéma n°1 : « Le plan de thèse »



Partie I

Gouvernance, décisions
d'investissement et de financement
comme leviers stratégiques créateurs de
valeur intrinsèque et boursière : dans
quelle mesure ?

Introduction de la première partie

La question de création de valeur intrinsèque et boursière ne s'est jamais posée avant la séparation entre la propriété et le contrôle par voie boursière. Les décisions de dirigeant propriétaire sont toujours orientées vers le même objectif du fait qu'il n'y a pas à priori de conflit d'intérêts entre le dirigeant et l'actionnaire. Cependant, l'évolution de l'environnement caractérisé par la concurrence a changé la donne. La pérennité de l'entreprise dans un tel environnement dépend principalement de sa capacité d'adaptation aux différents changements, entraînant une augmentation de besoin de financement, et de sa capacité à rémunérer les capitaux investis voire le risque pris par les investisseurs. Ce besoin de financement incite l'entreprise à entrer en bourse et par conséquent à diversifier ses sources de financement. Ainsi, une société s'introduit en bourse pour financer sa croissance, améliorer sa structure financière et/ou rendre ses titres négociable à un prix de référence «¹». L'ouverture de capital a pour corollaire la participation de nouveaux partenaires ayant des objectifs différents et la dissociation des fonctions du contrôle et de la propriété. Dès lors, le problème d'agence apparaît et la notion de création de valeur est liée, avant tout, aux facteurs disciplinaires ayant pour rôle la convergence des intérêts des actionnaires et des dirigeants. Il s'agit de la bonne gouvernance qui consiste à mettre en place des règles de bonne conduite ou des mécanismes internes et externes, permettant d'éviter tous les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires.

L'entreprise se fixe des priorités en vue de créer de la valeur en mettant en place des systèmes de gestion, de rémunération et même des indicateurs de performance orientés vers la création de valeur. Ces systèmes permettent aux dirigeants de prendre des décisions créatrices de valeur et orientent tout le personnel de l'entreprise vers l'objectif de création de valeur. Celle-ci est la règle qui permet de s'assurer que les ressources limitées de toutes sortes sont allouées, gérées et déployées de façon aussi efficace que possible ce qui maximise la richesse au sens large «²».

Il y a plusieurs facteurs qui interviennent dans la structure et la vie de l'entreprise pour expliquer sa capacité à créer de la valeur. Ces facteurs peuvent être internes à l'entreprise c'est à dire dépendant de sa structure organisationnelle ou externes c'est à dire hors son contrôle. Ainsi, les facteurs internes liés beaucoup plus à la nature et la structure de la propriété influencent considérablement la création de valeur au sein de l'entreprise. D'une façon générale, la présence d'actionnaires en particulier majoritaires influence favorablement la création de valeur étant donné qu'ils peuvent investir dans le contrôle de l'entreprise pour maintenir la rentabilité de leurs investissements. Selon les résultats des études empiriques menées sur la concentration du capital, il y a une influence positive de la présence d'actionnaires majoritaires sur la création de valeur (Sheifer et Vishny 1986, Shivdasani 1993, Bethel et Liebeskind 1993, Agrawal et Knoeber 1996). De plus, la structure de capital a une

¹ Hatem Mansali, Florence Labegorre : « Les performances économiques et boursières à long terme des sociétés introduites en bourse : le cas du marché français (1990-2003), Revue Finance Contrôle Stratégie-Volume 13, n°2, Juin 2010, P.67-106, Page 68.

² Jean-Pierre Bréchet : « Valeur, marché et organisation », Actes des XIV^{ème} journées nationales des I.A.E., Nantes, 1998, Page 159.

influence importante sur la valeur de l'entreprise car le choix des ressources financières lui permet d'opter pour le mode de financement le moins coûteux et le plus opportun en termes d'avantage financier influençant favorablement la valeur de l'entreprise.

Dès lors, on comprend que la création de valeur ne se réduit pas à une seule question de discipline, elle dépend aussi des choix stratégiques des dirigeants en termes d'investissement et de financement. Les dirigeants sont tenus d'agir efficacement sur les décisions d'investissement et de financement, puisqu'elles constituent des leviers de création de valeur. En effet, une fois réunit les ressources nécessaires à ses investissements et les affecter aux projets les plus rentables et plus compétitifs, l'entreprise doit être en mesure de produire de la valeur.

Les systèmes de gouvernance diffèrent considérablement selon les pays, en raison des contraintes politiques et juridiques imposées sur la propriété et le contrôle des entreprises (Roe, 1990), et aucun d'entre eux n'a jusqu'ici fait ses preuves de façon irréfutable ^{«3»}. En effet, l'environnement des entreprises des pays développés diffère de celui des entreprises des pays en voie de développement, et se caractérise notamment par la prédominance de la propriété privée et la libéralisation du marché, qui sont moins importants aux pays en voie de développement. Cette structure de propriété n'est pas neutre quant à la gestion interne des entreprises, voire à la gouvernance ^{«4»} de celles-ci. En d'autres termes, la gouvernance au sein des entreprises diffère selon le statut public ou privé de celles-ci.

Cependant, l'objectif principal de tout investisseur est de rentabiliser les fonds investis dans des projets choisis et sélectionnés selon plusieurs critères, car la création de valeur naît de la capacité d'une entreprise à générer une rémunération supérieure au coût des ressources financières utilisées. Ceci n'a pas été constaté au sein des entreprises publiques algériennes au lendemain de l'indépendance, où il a été assigné à ces entreprises des missions assurant l'exécution de la politique économique de l'Etat qui visait à répondre beaucoup plus aux besoins sociaux au détriment de la rentabilité. Etant donné que l'Etat est le principal propriétaire, la gestion était considérée du ressort des pouvoirs publics, et par conséquent, les entreprises publiques ne répondaient qu'aux objectifs relatifs au développement de plusieurs domaines (éducation, santé ...etc.). Quant aux dirigeants de ces entreprises, c'est parce qu'ils ne se voyaient pas attribuer ni le droit de gérer ces entreprises, ni le droit aux résultats de leurs efforts, qu'ils étaient désintéressés par le devenir des entreprises dans lesquelles ils s'exerçaient. Ceci s'est répercuté négativement sur la performance de l'entreprise publique, voire l'efficacité économique.

La première partie de ce travail de recherche est scindée en trois chapitres :

³ Ameur Boujenoul, Daniel Zeghal : « Effet de la structure des droits de vote sur la qualité des mécanismes internes de gouvernance : cas des entreprises canadiennes ; Revue canadienne des Sciences de l'administration 23(3), 183-201, Page 183.

⁴ Michel Albouy:« Décisions financières et création de valeur », Edition : Economica, Paris 2001, page 413

Le premier chapitre traite de la gouvernance et son impact sur la création de valeur et explique la contribution des mécanismes de la gouvernance à la performance, en influençant la nature des relations entre les propriétaires et les dirigeants d'une part, et en agissant sur les décisions d'investissement et de financement d'autres part. L'effet de la gouvernance sur la création de valeur est étudié en replaçant les leviers créateurs de valeur à savoir : les décisions d'investissement et de financement dans le cadre de la gouvernance de l'entreprise. L'objectif est de savoir l'apport des mécanismes de gouvernance à chacune de ces décisions représentant l'assise de la création de valeur.

Le deuxième chapitre traite de la politique d'investissement et son impact sur la création de valeur, en mettant en relief le rôle de l'évaluation dans l'orientation des choix stratégiques en termes d'investissement. Etant donné que l'objectif de l'entreprise étant d'investir dans des projets rentables et compétitifs, l'évaluation joue un rôle crucial et déterminant pour effectuer un choix sélectif permettant de créer de la valeur.

Le troisième chapitre traite de la politique de financement et la valeur, en expliquant que l'interrelation entre les décisions d'investissement et de financement conduit à la conclusion selon laquelle les décisions de financement ne sont pas neutres sur la valeur de l'entreprise, autrement dit, la structure financière mesurant la part respective des fonds propres et des dettes influence la création de valeur.

Chapitre I

La gouvernance et
ses effets sur la création de valeur

Introduction du chapitre

Le concept de gouvernement d'entreprise recouvre les règles d'organisation et de fonctionnement des conseils d'administration et des organes dirigeants de l'entreprise ^{«5»}. La gouvernance des entreprises se définit donc comme un ensemble de mécanismes institutionnels, organisationnels et financiers par lesquels les dirigeants sont amenés à gérer dans l'intérêt, non seulement de l'entreprise mais aussi des apporteurs de capitaux. L'ensemble de ces mécanismes a pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions et la conduite des dirigeants. La gouvernance d'entreprise a pour objet la défense des intérêts des actionnaires. ^{«6»}

En effet, une bonne gouvernance de l'entreprise nécessite, au préalable, une mise en place d'un système d'information développé adéquat à la structure interne de celle-ci et permettant une meilleure circulation de l'information, voire une diffusion de l'information commune à toute la hiérarchie, tout en évitant l'asymétrie informationnelle. De plus, une mise en place d'une politique de rémunération des dirigeants et des salariés, dont l'objectif est de les amener à identifier leurs intérêts à ceux des apporteurs de fonds, constitue l'une des conditions cruciales de la bonne gouvernance. Ajouter à cela, la protection des droits des propriétaires de l'entreprise voire des apporteurs de fonds, relatifs notamment à la gestion de leurs ressources. C'est ainsi que les entreprises publiques et privées algériennes doivent mener une bonne gestion de leurs ressources, leur assurant un développement permanent car au jour d'aujourd'hui la politique de gouvernance des entreprises n'est pas neutre sur la création de valeur. En effet, elle influence favorablement les leviers à l'origine de la création de valeur à savoir : les décisions d'investissement et de financement, du fait que ces mécanismes de gouvernance modifient l'architecture organisationnelle qui constitue un moyen de résoudre les conflits d'intérêt. Ces derniers entraînent la distorsion des décisions d'investissement et de financement et par conséquent la destruction de valeur.

Depuis l'indépendance à ce jour, l'entreprise algérienne n'a pas cessé d'évoluer et le contexte sociopolitique dans lequel elle s'exerce n'était pas neutre quant à la gouvernance de ces entreprises. En effet, le développement du système socialiste au lendemain de l'indépendance a suscité la création, voire la prédominance des entreprises publiques ayant pour objectif principal le développement de l'économie nationale. Quelques années plus tard, soit à la fin des années 80 et le début des années 90, la crise économique condamne l'économie nationale à s'ouvrir à l'internationale pour une meilleure restructuration et adaptation aux normes internationales en matière notamment de qualité. Désormais, l'entreprise algérienne s'exercera dans un environnement ouvert à la concurrence, ce qui entraînera une refonte des objectifs dont la priorité est d'assurer la croissance de l'économie nationale et la rendre plus compétitive face à une économie mondiale caractérisée par l'accroissement de la

⁵ Hubert De la Bruselerie : « Finance d'entreprise », Economica, Paris 2001, Page 252.

⁶Eustache Ebondo WA Mandzila : « La gouvernance de l'entreprise », L'Harmattan, Paris, 2005, Page 79

concurrence. L'économie de marché véritable est caractérisée par une concurrence saine et loyale ^{«7»}.

Afin d'atteindre un tel objectif, la création de richesse, voire de valeur, constitue la problématique principale des entreprises. Toutes les décisions financières à savoir : d'investissement, de financement, et de répartition de la richesse doivent créer de la valeur.

L'objectif de ce chapitre est de replacer les principaux leviers créateurs de valeurs, sur lesquels est basée notre recherche à savoir : les décisions d'investissement et de financement dans le cadre de la politique de gouvernance et d'expliquer dans quelle mesure la gouvernance constitue un préalable pour la création de valeur.

Afin de répondre à cet objectif, le premier chapitre est scindé en trois sections : la première traite de l'apport de la gouvernance à la création de valeur dont l'objectif est d'expliquer les différents facteurs susceptibles d'inciter les agents composant l'entreprise, en dépit de leurs intérêts conflictuels, à la création de valeur ; la deuxième replace la décision d'investissement dans le cadre de la gouvernance en expliquant l'influence des mécanismes de gouvernance sur les décisions stratégiques en matière d'investissement et le rôle que jouent ceux-ci dans le processus décisionnel ; la troisième section porte sur les mécanismes de gouvernance et la décision de financement en expliquant le lien de causalité entre les deux.

Section 1 : Une bonne gouvernance comme un moyen créateur de valeur

Depuis l'analyse fondatrice de Berle et Means (1932), les processus de gouvernance des entreprises sont conçus comme des systèmes de régulation du comportement des dirigeants de l'entreprise et de définition des règles du jeu managérial. ^{«8»} A ce titre, la gouvernance renferme l'ensemble des mécanismes internes et externes par lesquels les dirigeants sont amenés à agir dans l'intérêt des actionnaires de l'entreprise ^{« 9 »}.

Selon la théorie moderne de la firme, l'entreprise est conçue comme un nœud de contrats et regroupe plusieurs agents ayant des objectifs différents. Chacun de ces agents qui peuvent être des bailleurs de fonds, des clients, des fournisseurs, des dirigeants des pouvoirs publics, des salariés, ...etc., recherche à satisfaire au mieux son objectif qui ne peut, certainement, se coïncider avec les objectifs des autres. Dans cette perspective, une bonne gouvernance consiste à s'assurer du comportement des dirigeants à l'égard des objectifs des autres parties prenantes. Autrement dit, s'assurer que les objectifs des dirigeants s'aligneront sur les différents objectifs de l'ensemble des partenaires de l'entreprise, ce qui renvoie à développer un comportement éthique

⁷ Abderrahmane Mebtoul : « L'Algérie face aux défis de la mondialisation », Tome 2, Office des publications universitaires, Page 51.

⁸ Alain Finet : « Gouvernement d'entreprise », De Boeck, Paris, 2005, Page 42

⁹ Michel Albouy : « Décisions Financières et création de valeur », Economica, Paris, 2003, Page 412.

de la part des entreprises à l'égard de l'ensemble de la société ^{«10»}. Or, l'entreprise doit avoir pour objectif principal la satisfaction des objectifs des apporteurs de fonds, voire des bailleurs de fonds qui, sans eux, elle ne trouvera pas de ressources à investir à long terme. En effet, s'intéresser court, moyen et long terme aux objectifs des autres parties prenantes peut induire les investisseurs en erreur. De sorte, une entreprise qui opte pour des projets non rentables, dont l'objectif est de protéger l'emploi des travailleurs, est destructrice de valeur pour les actionnaires.

La satisfaction des objectifs de l'ensemble des partenaires de l'entreprise ne doit pas se faire au détriment des actionnaires. En effet, les dirigeants doivent agir dans l'intérêt des actionnaires tout en respectant et protégeant les droits des autres partenaires car la création de valeur actionnariale nécessite la satisfaction et la fidélité des clients ; de bonnes relations avec les fournisseurs et le recrutement des cadres qualifiés. Pour ce faire, l'entreprise doit mettre à leurs dispositions un climat favorable au travail ; des rémunérations attractives et des conditions de travail meilleures.

Quelles sont les conditions d'une bonne gouvernance ? Autrement dit, quels sont les mécanismes incitants les dirigeants à gérer dans l'intérêt des apporteurs de fonds, voire des actionnaires, tout en tenant compte des autres parties prenantes ? Avant de répondre à cette question, il y a lieu d'expliquer au préalable les fondements théoriques de la gouvernance et la création de valeur.

1/ Origine et fondements théoriques de la politique de gouvernance et la création de valeur

1-1 Origine de la gouvernance

Concernant la gouvernance, la théorie de l'agence et des contrats incomplets constitue le support théorique du modèle de la gouvernance pour l'actionnaire. ^{« 11 »}

La notion de la gouvernance trouve ses origines dans la séparation des fonctions de gestion et du contrôle d'une part, et de l'autre dans la refonte de la conception de la firme considérée comme une unité homogène au sein de laquelle l'entrepreneur est à la fois actionnaire et dirigeant ^{« 12 »}. La nouvelle conception de la firme considère celle-ci comme une unité regroupant plusieurs agents. La multiplicité des agents participant à la vie de l'organisation implique l'apparition de conflits d'intérêts, de divergence de vues et d'actions, les dirigeants ne recherchant pas nécessairement la maximisation de

¹⁰ Michel Albouy (2001), Op. Citée, Page 413.

¹¹ Eustache Ebondo WA Mandzila, OP. Cité, Page 79

¹² Thierry Poulain Rehm : « Stock-option, décisions financières des dirigeants et création de valeur de l'entreprise : le cas français », Revue Finance Contrôle Stratégie, 2003, Volume 6, N°3, Page 81.

la valeur pour les actionnaires, dans la mesure où ils possèdent des fonctions d'utilité différentes ^{«13»}.

L'une des théories à l'origine de l'analyse de la nature de ces conflits, la théorie de l'agence selon laquelle deux principaux agents caractérisent la présence de relation contractuelle au sein de l'entreprise. La relation d'agence entre les dirigeants d'une entreprise et ses actionnaires crée des conflits d'intérêts entre ces deux parties prenantes ^{«14»}. Dès lors, les mécanismes de gouvernance constituent un moyen de protéger les intérêts, non seulement des actionnaires mais aussi des autres parties prenantes. Les partisans de cette vision contractualiste de l'entreprise soutiennent l'idée que privilégier la valeur actionnariale ne signifie pas pour autant ignorer les autres parties prenantes (Stakeholders) et leurs intérêts (Albouy, 2000 ; Bogliolo, 2000) ^{«15»}. En effet, l'enrichissement de l'actionnaire induit la satisfaction des clients, des fournisseurs, des collectivités et implique la prospérité de l'entreprise ^{«16»}.

Le développement des théories modernes relatives à la gouvernance des entreprises a pour point de départ les travaux de Berle et Means (1932). Selon ces auteurs, l'économie moderne, connaissant une forte croissance de la taille des entreprises, est caractérisée par une fragmentation du capital social des grandes entreprises, provoquant, de fait, une perte de pouvoir des actionnaires. Leurs travaux ont montré une dispersion croissante de la propriété actionnariale dans les grandes entreprises et, par conséquent, une séparation rapide entre la propriété et le contrôle.

Le changement de statut des entreprises, en passant au statut des entreprises par actions, a entraîné d'une part la séparation de la fonction de propriété et de contrôle et d'autre part, l'apparition des entreprises à capital diffus. Ceci a intensifié les conflits d'intérêts liés aux relations d'agence et aux caractéristiques de l'environnement qui devient de plus en plus incertain et difficile à maîtriser.

Dans un tel environnement, il est difficile aux propriétaires (actionnaires), de s'assurer de la bonne conduite des managers (dirigeants) quant à la réalisation et la satisfaction de leur objectif principal. En effet, l'opportunisme des agents peut se manifester lors de la négociation des contrats ou au cours de leur exécution ^{«17»}. C'est ainsi que la gouvernance est conçue par les économistes comme un moyen permettant d'accroître l'efficacité et la valeur en cherchant à résoudre les conflits liés notamment à l'asymétrie informationnelle entre les acteurs. Avant d'aborder les principes de

¹³ Thierry Poulain-Rehm : « L'impact de l'affectation du free cash-flow sur la création de valeur actionnariale : le cas de la politique d'endettement et de dividendes des entreprises cotées », Revue Finance Contrôle Stratégie-Volume 8, n°4, décembre, 2005, P. 205-232, Page 206.

¹⁴ Khaoula Saddour Dridi : « Pourquoi les entreprises détiennent-elles de la trésorerie ? », Thèse de Doctorat, Université Paris Dauphine, Juillet 2008, Page 131.

¹⁵ Laurent Cappelletti, Djamel Khouatra : « Concept et mesure de la création de valeur organisationnelle », Revue Comptabilité- Contrôle-Audit/tome 10-Volume 1- Juin 2004 (p. 127 à 146), Page 130.

¹⁶ Grégory Denglos : « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise : les exigences de l'actionnaire s'opposent-elles à l'intérêt social ? », Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion n°224-225-Finance, mars-juin 2007, Page 111.

¹⁷ Gilbert Koenig : « Les théories de la firme », Economica, Paris 1998, Page 65.

bonne gouvernance contribuant à la création de valeur, il y a lieu au préalable d'expliquer les fondements de la valeur en finance. De quoi s'agit-il ?

1-2/ Revue de la littérature concernant la gouvernance et la valeur

La création de valeur est de plus en plus proposée dans la littérature comme outil de réduction des coûts d'agence (Wallace, 1997 ; Lovata et Costigan, 2002 ; Holler, 2008; Hamilton et Al., 2009) et d'assurance d'une meilleure allocation des capitaux (Stoughton et Zechner, 2007 ; Chong et al., 2009 ; Leong et al. 2009) «¹⁸».

En réalité, il y a autant de définitions de la valeur que de disciplines qui s'y réfèrent. En économie, la valeur est développée selon deux théories : la théorie de la valeur-travail ou théorie objective et la théorie de la valeur utilité ou théorie subjective «¹⁹». Les pionniers de l'école classique considèrent que la valeur d'un bien se détermine à partir de la quantité de travail nécessaire à sa production (Smith, Marx et Ricardo). D'autres (tels que Léon Walras) expliquent la valeur d'un bien à partir de l'utilité qu'elle procure. En finance, la valeur représente le maximum de richesse créée accordé aux acteurs clés de la firme, c'est-à-dire les actionnaires. Elle se définit à travers des indicateurs de performance. En sciences de gestion, la valeur est liée à des mécanismes de management mis en place pour améliorer les interactions entre l'entreprise et son environnement. La préoccupation principale est de définir les procédures permettant d'optimiser les résultats de la firme et de s'intéresser au management par la valeur «²⁰».

Dans le cadre de notre travail, la création de valeur renferme la création de valeur actionnariale. Elle représente l'excédent de résultat obtenu par la firme sur la rémunération des capitaux investis «²¹». Elle dépend de la bonne gestion des relations entre les dirigeants détenant le pouvoir de gérer et de définir des choix stratégiques, et les actionnaires représentant les principaux apporteurs de fonds à long terme. La poursuite de l'objectif de création de valeur actionnariale trouve ses origines dans l'approche juridique selon laquelle les sociétés sont la propriété de leurs actionnaires, ayant par conséquent le droit d'appropriation de la rente réalisée. Ainsi que dans l'approche incitative à l'investissement spécifique car le capital financier apporté par l'actionnaire, une fois investi se transforme en investissement difficilement liquide et implique des coûts de désengagement très élevés. Comme l'actionnaire dispose d'un pouvoir de négociation faible, notamment une fois les investissements sont effectués et pour qu'il accepte de financer des investissements peu liquides parce que spécifiques, il faut lui attribuer le droit de contrôle et d'appropriation du surplus dégagé. Ainsi,

¹⁸ Malek Saïhi : « La pertinence de la création de valeur dans l'explication de la valeur de marché de la firme », Revue Sciences de gestion, n°74, P. 45 à 64, Page 46.

¹⁹ Sélima Ben Ammar Ben Yedder : « Efficience, problème d'agence et création de valeur pour l'actionnaire au sein des banques », Thèse de doctorat, Université Paris Dauphine, Décembre 2007, Page 11.

²⁰ Sélima Ben Ammar Ben Yedder, Op. Citée, Page 24.

²¹ Kamal Azouaou : « La création de valeur actionnariale », mémoire de fin d'étude en vue d'obtention du diplôme supérieur d'étude bancaire, Ecole supérieure de banque, Décembre 2003, Page 12.

l'actionnaire est redevenu l'objet de tous les soins, en raison de son pouvoir de financement, et l'on a commencé à parler de valeur actionnariale. «²²»

Ajouter à cela que la création de valeur actionnariale est devenue une variable exigée par le marché pour assurer notamment la pérennité des dirigeants. L'objectif principal de toute direction d'entreprise, selon la théorie contenue dans les manuels, consiste à maximiser la richesse des actionnaires en valorisant au maximum le prix de leurs actions. «²³» En effet, une entreprise dont les dirigeants ne plaçant pas l'actionnaire au centre de leur stratégie, risque d'être affectée par les offres publiques d'achat (OPA). Ces dernières sont menées sur les sociétés qui éloignent leur objectif principal de celui de la maximisation de la valeur pour les actionnaires. Les opérations d'achat d'entreprises s'interprètent comme des opérations destinées à corriger le comportement des dirigeants non performants. «²⁴»

Selon la théorie néo-classique, l'environnement dans lequel s'exerce l'entreprise est parfait, caractérisé par un ensemble d'hypothèses réduisant la firme à une fonction de production, en s'adaptant mécaniquement à son environnement «²⁵».

Ces hypothèses qui ne peuvent en réalité être réunies, à savoir : la rationalité parfaite, l'information parfaite, ...etc, rendent l'entreprise un acteur passif se comportant comme un automate programmé une fois pour toute, et ayant pour objectif la maximisation du profit. Elle est conçue aussi comme une « boîte noire » qui transforme les ressources, biens intermédiaires, biens d'équipements et le travail, en biens et services marchands destinés à satisfaire les besoins. Dans un tel cadre théorique, les marchés sont considérés complets, les investisseurs et les dirigeants partagent les mêmes informations et ils n'ont pas de comportements opportunistes et s'exercent dans un environnement certain leur permettant d'atteindre leur principal objectif qui est la maximisation de profit, voire la richesse de l'entreprise sans aucune contrainte.

Toutefois, la conception néo-classique de la firme était l'objet de plusieurs critiques avançaient par des théoriciens, ayant pour objectif la reconstitution de la notion de la firme et la remise en cause d'une définition limitée à une « boîte noire » et conçue dans un cadre théorique et d'hypothèses non réelles. Le développement des théories modernes nous a permis de discerner de nouveaux problèmes sur la séparation des fonctions de propriété et du contrôle et donc sur la création de valeur au sein des entreprises.

La théorie des droits de propriété est l'une des théories qui a remis en cause la définition de la firme comme « boîte noire », car l'entreprise est conçue comme une organisation composée de plusieurs individus entretenant des relations. Elle étudie

²² Bernard Marois, Patrick Bompont : « Gouvernement d'entreprise et communication financière », Economica, Paris, 2004, Page 64.

²³ Idem

²⁴ Grégory Denglos : « Création de valeur, Risque de marché et gouvernance des entreprises », Préface de Michel Levasseur, Economica, 2011, Page 65.

²⁵ Benjamin Coriat, Olivier Weinstein : « Les nouvelles théories de l'entreprise », Paris, 1995, Page 12.

principalement la relation entre la propriété et la gestion en considérant qu'une bonne gestion est tributaire de la relation qui lie une personne morale ou physique à un bien donné ou au pouvoir que peut détenir cette personne sur ce bien, à savoir : l'utilisation absolue de ce bien (usus) ; la détention du bien (Abusus) et le pouvoir de s'attribuer les résultats obtenus (Fructus).

La fonction première des droits de propriété est de fournir aux individus des incitations à créer, conserver et valoriser des actifs ^{«26»}. Ainsi, les dirigeants d'une entreprise seront incités à gérer dans l'intérêt de l'entreprise sauf s'ils détiennent plusieurs droits leur conférant un droit d'utilisation de ces actifs, un droit de bénéficier des revenus générés et un pouvoir de décisions sur les biens de l'entreprise. En revanche, dans le cadre d'une propriété publique, les dirigeants de l'entreprise ne bénéficient pas de tels droits car tout appartient à l'Etat et les dirigeants ne sont que de simples exécuteurs des ordres provenant de celui-ci. Les dirigeants de toute entreprise ne sont motivés que s'ils perçoivent le rendement de leurs efforts, chose dont ils ne peuvent pas bénéficier dans une entreprise publique où ils sont rémunérés par un simple salaire. Ceci a rendu l'incitation au travail et à la création de valeur très faible d'une part, et d'autre part, s'est répercuté négativement sur la rentabilité des entreprises publiques et a conduit à des pertes d'efficacité.

Il est clair que l'absence ou la dégradation des droits de propriété impliquerait une déficience des mécanismes d'incitation et par là, une déficience de l'économie. En effet, les gestionnaires de ces entreprises privilégieront les hausses de salaires au détriment de l'investissement qui est la source principale, voire le moteur de création de valeur. Enfin, le relâchement des droits de propriété implique une faible incitation au travail et à la maximisation de richesse. C'est ce que connaissent aujourd'hui les pays qui ont opté pour une économie socialiste fondée sur la supériorité de la propriété publique sur la propriété privée.

La performance économique est fonction de la bonne gestion des entreprises. Lorsqu'une entreprise privée ou publique crée un climat favorable privilégiant tous les membres contribuant à son bon fonctionnement, ces derniers gèrent et veillent à la réalisation des objectifs assignés à cette entreprise et assurent de ce fait l'efficacité et la performance économique. En revanche, le relâchement des droits de propriété à savoir : le droit d'une libre utilisation des biens, le droit au rendement du travail (perception des bénéfices) et le droit de vente des biens ; réduit l'incitation au travail (l'absentéisme), l'efficacité de l'entreprise et la performance économique. Cette dernière dépend des attributs de la théorie de droit de propriété qui s'est construite notamment pour montrer la supériorité des systèmes de propriété privée sur toutes les formes de propriété collective ^{«27»}. De plus, la non implication financière des travailleurs, cadres salariés, dirigeants dans le patrimoine de l'entreprise publique fait que ces derniers croient et s'intéressent moins au devenir de l'entreprise.

²⁶ Benjamin Coriat, Olivier Weinstein, Op. Citée, Page 81.

²⁷ Benjamin Coriat, Olivier Weinstein, Op. Citée, Page 79.

En revanche, les cadres salariés et les dirigeants qui détiennent une fraction du capital importante dans l'entreprise, leur contribution à la création de valeur est plus grande et leur intéressement au devenir de cette entreprise constitue un facteur clé de succès. Ceci nous amène à conclure que la cause principale de la non performance des entreprises publiques est bien la non implication financière des gestionnaires dans le capital de celles-ci d'une part, et la faible rémunération de leur travail d'autres part. De ce fait, ils ne sont plus soumis au système incitatif qui assure l'efficacité.

La théorie financière s'est détachée des notions ou de la conception comptable de la valeur de l'entreprise. Elle stipule grâce aux travaux de Fisher, Williams, Durand et Gordon qui sont à l'origine de la valeur en finance ^{«28»}, que la valeur d'un actif ne dépend pas de son passé (du coût d'acquisition) ou des bénéfices qu'il a pu procurer dans le passé mais des flux futurs actualisés au taux de rentabilité exigé, autrement dit, la valeur de l'entreprise dépend de la valeur de marché des capitaux propres et des dettes.

La théorie financière ne s'est pas limitée seulement à la conception de la valeur, elle a aussi appréhendé la valeur de l'entreprise à partir de l'impact des maintes décisions financières sur la valeur de celle-ci. Ceci avait créé pendant plus de quarante ans une controverse entre ceux qui neutralisent l'influence des décisions financières sur la valeur et ceux qui, au contraire, tiennent à la non neutralité des décisions financières sur la valeur de l'entreprise.

- Les premiers stipulent l'absence d'impact des décisions financières sur la valeur, notamment celles relatives à la distribution de dividendes. Il s'agit principalement des théoriciens F.Modigliani et M. Miller (1961) ^{«29»}, F.Black et M.Scholes (1974) ^{«30»} qui considèrent que la valeur de l'entreprise, voire son cours boursier est indépendant de la politique de dividende et elle dépend que de sa politique d'investissement. Ces auteurs précisent que sur un marché efficient, la rentabilité des actions est forcément la même car un écart entre la rentabilité de deux actions entraînera une offre supplémentaire pour les actions les moins rentables et une demande supplémentaire pour les actions les plus rentables, de telle sorte que l'équilibre se rétablit ^{«31»}.

- Les seconds soutiennent que la valeur de l'entreprise ou le cours boursier dépend de la politique de dividende, en d'autres termes, la valeur de l'action est déterminée par les dividendes versés. Puisque l'objectif de l'entreprise est la maximisation de la richesse des actionnaires, la distribution de dividendes est déterminante notamment lorsque l'entreprise se caractérise par une faible opportunité d'investissement ; si non

²⁸ Gérard Hirigoyen et Caby Jérôme : « Histoire de la valeur en finance d'entreprise », Economica, Paris, 2001, Page 12.

²⁹ Modigliani F., Miller M.H: « Dividend policy Growth and the evaluation of shares », In Journal of Business (October), PP 411-433.

³⁰ Black. F et Scholes. M: "The pricing of options and corporate liabilities", Journal of Political Economy, Vol.81, (May-June 1973) PP. 637-659

³¹ Sélima Ben Ammar Ben Yedder, Op. Citée, Page 51.

la priorité est accordée à l'investissement qu'à la distribution de dividendes (en cas de forte opportunité de croissance). Dans ce contexte, la distribution de dividendes constitue un vecteur d'information concernant la rentabilité future de l'entreprise et sa performance notamment dans un environnement incertain.

La théorie financière, depuis longtemps, s'est attachée à deux courants théoriques considérant l'entreprise comme un nœud de contrats et regroupe des individus ayant des objectifs différents, voire conflictuels vu l'incertitude et l'asymétrie informationnelle caractérisant son environnement. Il s'agit des théories de signalisation et de l'agence qui stipulent que l'environnement dans lequel s'exerce l'entreprise est imparfait, entraînant des conflits d'intérêts notamment entre les propriétaires (actionnaires) et les gestionnaires (dirigeants). Ces conflits peuvent affecter la valeur de l'entreprise, de fait que les dirigeants s'avèrent mieux informer que les apporteurs de fonds sur les décisions stratégiques de l'entreprise (investissement et de financement) et l'utilisation des ressources mises à leur disposition. De ce fait, la théorie de l'agence et de signalisation considèrent que les décisions financières comme un moyen de résolution des conflits d'intérêts, de réduction des coûts d'agence associés aux maints dispositifs de contrôle, et par voie de conséquence un moyen d'augmentation de la valeur de l'action.

La théorie de l'agence de M.E.Jensen et W.H.Meckling (1976) ³², qui renouvelle profondément l'approche plus ancienne de R. Coase sur la nature de la firme ³³, démontre qu'il existe une forte liaison entre la politique financière, d'investissement, de l'endettement, de dividendes et la création de valeur. La politique de l'endettement est conçue comme un vecteur de discipline ou d'alignement du comportement des dirigeants sur l'objectif de la maximisation de la valeur. En présence de cash-flow libre sans opportunités de croissance ou d'investissement, les dirigeants sont amenés à redistribuer le cash-flow libre aux actionnaires plutôt de le conserver pour servir leurs propres intérêts.

La distribution de cash-flow libre notamment en l'absence des investissements, entraîne une hausse du cours de l'action bien supérieure à celle qui est provoquée par une hausse de dividende en l'absence de cash-flow libre ³⁴. Toutefois, cette théorie explique que l'endettement entraîne des coûts notamment associés au contrôle des créanciers.

La théorie de signal, quant à elle, explique que la valeur de l'entreprise dépend de la structure financière de l'entreprise notamment de la part de capital détenue par

³² Jensen et Meckling: "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", Journal of Financial Economics, Vol.3, (October 1976) PP. 305-360

³³ Jacques Igalens, Sébastien Point : « Vers une nouvelle gouvernance des entreprises », l'entreprise face à ses parties prenantes, Dunod, Paris 2009, Page 03

³⁴ Gérard Hirigoyen et Caby Jérôme op. Citée, page 16.

l'actionnaire – dirigeant. Selon S. Ross ³⁵, la structure financière donnée à une entreprise par ses dirigeants constitue un signal sur le type de leur entreprise. De même la politique de dividende, constituant un signal au marché financier et un moyen d'incitation, permet de distinguer entre les entreprises performantes et non performantes.

D'après la théorie financière, les dirigeants des entreprises doivent agir selon l'objectif de maximisation de richesse des actionnaires par création de valeur ³⁶. Son objectif en termes de valeur était, depuis longtemps, de replacer les décisions financières dans l'évolution du marché financier, c'est à dire étudier les réactions du marché financier aux décisions financières prises par l'entreprise car le marché financier fournit à l'entreprise une valorisation externe. Cela dit, la théorie financière ne se contente pas de l'évaluation interne de l'entreprise ou bien de la valeur intrinsèque de l'action mais aussi de sa valeur appréhendée à travers le marché financier puisque l'entreprise est en relation avec l'équilibre général du marché. On distingue notamment le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) qui étudie la rentabilité et le risque caractérisant l'entreprise, l'équilibre général du marché des capitaux, le coût des capitaux propres et l'impact des décisions financières sur la valeur de l'entreprise. L'objectif est de savoir aussi si le cours des actions reflète réellement les fondamentaux de l'entreprise. Le rôle de l'information s'avère crucial et prépondérant pour répondre à cet objectif. Dans le cadre de la théorie de l'efficience des marchés, la valeur de l'action sur un marché caractérisé par l'absence de coût et d'asymétrie informationnelle reflète la valeur réelle de l'entreprise c'est à dire sa valeur issue de ses décisions stratégiques. En revanche, l'incertitude caractérisant le marché et entraînant des coûts d'information et de transaction élevés, remet en cause l'idée selon laquelle la valeur de l'action ne traduit que la réalité de l'entreprise et toute l'information disponible. Dans un tel contexte, il est difficile pour un bailleur de fonds de s'assurer de la rentabilité de son investissement. Dès lors, ses ressources doivent être confiées à des entreprises susceptibles d'établir des mécanismes de contrôle et d'incitation, permettant une utilisation optimale de ces ressources. De quels mécanismes de contrôle et d'incitation s'agit-il ?

2- La politique de rémunération des dirigeants et la création de valeur.

Plusieurs mécanismes servent à aligner l'objectif des dirigeants sur celui des actionnaires et conduisent à réduire les conflits d'agence entre ces deux parties prenantes. L'un de ces mécanismes est le rôle incitatif de la politique de rémunération des dirigeants. Ces derniers ne sont motivés, dans une économie d'incertitudes et d'asymétrie informationnelle, que s'ils sont bien rémunérés. Dès lors, il est intéressant de lier leur rémunération à la performance économique de l'entreprise ³⁷.

³⁵ Ross: The determination of capital structure: the incentive signalling approach, The Bell Journal of Economics, Vol.40, 1977.

³⁶ Laurent Cappelletti, Djamel Khouatra, Op. Citée, Page 130.

³⁷ Kamal Azouaou, Op. Citée, Page 25.

L'entreprise regroupe d'une part, les actionnaires qui sont les apporteurs de fonds, acceptant le financement de l'entreprise à terme, et d'autre part, les dirigeants qui sont les gestionnaires des fonds apportés et dont l'objectif ne coïncide pas nécessairement avec la maximisation de la valeur actionnariale, tant qu'ils ne sont rémunérés que par un simple salaire. De ce fait, leur rémunération limite l'opportunisme qui peut induire les actionnaires en erreur. Cet opportunisme se concrétise par la recherche des dirigeants de la croissance interne ou externe de l'entreprise au lieu de la valeur. En effet, l'accroissement de la taille de l'entreprise entraîne la complexité de la gestion, nécessitant par conséquent le recrutement des dirigeants compétents et qualifiés, susceptibles de mener à bien une telle gestion. Ceci entraîne l'enracinement des dirigeants³⁸ dont l'objectif est la réalisation des investissements spécifiques à leurs compétences, rendant ainsi coûteux leur remplacement. Il leur permet de plus grands avantages liés notamment à leurs rémunérations et à leur pouvoir de gouverner (le pouvoir de déterminer la stratégie de l'entreprise). Ces leviers d'opportunisme des dirigeants, parmi d'autres conduisent ces derniers à diriger l'entreprise dans une optique contraire ou opposée à la maximisation de la richesse des actionnaires. Afin d'éviter ces conflits d'intérêts, l'entreprise est tenue de mettre en place des leviers incitatifs à la création de richesses, empêchant toute déviation du comportement des dirigeants. Il s'agit principalement de la mise en place d'une politique de rémunération des dirigeants associée à la maximisation de la richesse des actionnaires, voire à la performance financière de l'entreprise.

2-1/Différentes composantes de la rémunération et la performance financière

Le dirigeant est conçu, au sein des grandes entreprises notamment managériales, comme le principal agent auquel est délégué le pouvoir de décision. De ce fait, les décisions stratégiques, voire financières doivent aller dans l'intérêt de ceux qui ont contribué au financement de l'entreprise. Ceci nécessite la mise en place d'une bonne politique de rémunération profitant aux dirigeants. Cette dernière permet aux dirigeants de s'impliquer financièrement dans l'entreprise qu'ils dirigent. Elle peut prendre diverses formes : rémunération liquide et rémunération différée dont le lien avec la création de valeur n'est pas nécessairement identique.

2-1-1/ La rémunération liquide et la création de valeur

Ce type de rémunération sert à augmenter le salaire des dirigeants ou à leurs attribuer des bonus indexés sur la performance financière de l'entreprise. Il existe un lien positif entre la rémunération liquide et la création de valeur. Cependant, certains analystes attestent que plus le dirigeant fait ses preuves avec le temps, plus le lien de sa rémunération avec la performance financière s'atténue, contrairement au cas où ses compétences sont inconnues, sa rémunération est plus liée à la performance. « 39 »

³⁸ Robert Cobbaut : « Théorie financière » Economica, Paris 1997, page 345.

³⁹ Jérôme CABY, Gérard Hirigoyen, Op. Citée page 60.

2-1-2/ La rémunération différée et la création de valeur

Ce type de rémunération attribue aux dirigeants même aux cadres salariés des actions sous forme de stock option qui leurs permettent de devenir actionnaire et par conséquent, d'être le plus incité et motivé à la création de valeur. L'impact de ce type de rémunération des dirigeants sur la création de valeur est très positif.

Les théoriciens stipulent que l'impact des deux formes de rémunération sur la création et la maximisation de valeur est positif, mais ils soulignent que le lien des rémunérations différées avec la performance est beaucoup plus fort que celui des rémunérations liquides car la rémunération différée permet aux dirigeants d'avoir le statut d'actionnaire.

Les mécanismes de gouvernance ayant pour principal objectif la convergence des intérêts des dirigeants vers l'objectif de la maximisation de la valeur actionnariale, ne se limitent pas aux incitations financières des dirigeants, voire à leurs implications financières dans l'entreprise qu'ils gèrent. Ils renferment aussi la politique de contrôle des dirigeants par les actionnaires. Quels sont ces mécanismes de contrôle ?

3- Le mécanisme de contrôle des dirigeants

L'un des mécanismes de contrôle des dirigeants est le rôle disciplinaire du conseil d'administration «⁴⁰». Le conseil d'administration est l'un des mécanismes internes qui a été le plus examiné dans les recherches et la question de son rôle a fait l'objet de nombreux débats ces dernières années (Charreaux, 2000). L'efficacité du conseil, et plus particulièrement la recherche des facteurs à la base de celle-ci, ont été au centre de ces différents débats (Charreaux, 1997 ; Fama & Jensen, 1983 ; Johnson, Daily, & Ellstrand, 1996) «⁴¹». Il est logique de disposer d'un tel mécanisme qui permet de discipliner les dirigeants, puisque leur rémunération ne suffit pas pour les amener à gérer dans l'intérêt des actionnaires. Le contrôle exercé par ces derniers s'impose de plus en plus, notamment avec l'ascension des investisseurs institutionnels. Etant donnée les sommes colossales engagées, les investisseurs institutionnels jouent un rôle prépondérant dans le contrôle des dirigeants, profitant ainsi aux autres actionnaires non majoritaires. De plus la présence d'actionnaires majoritaires réduit la discrétion des dirigeants et réduit par conséquent les conflits d'agence entre les dirigeants et les actionnaires minoritaires «⁴²». Dès lors, le gouvernement d'entreprise doit promouvoir avant tout la création de valeur actionnariale. Il doit naviguer au cap, c'est à dire dans l'unique direction de la valorisation des actions de la société cotée. «⁴³»

⁴⁰ Khaoula Saddour Dridi, Op. Citée, Page 136.

⁴¹ Ameer Boujenoul, Daniel Zeghal, Op. Citée, Page 184.

⁴² Khaoula Saddour Dridi, Op. Citée, Page 134.

⁴³ Frédéric Peltier : « La corporate governance », Dunod, 2004, Page 72.

3-1/ Le pouvoir de contrôle de l'actionnaire et la création de valeur

Selon la théorie de l'agence (Jensen & Meckling, 1976), qui a d'ailleurs servi de fondement à beaucoup de recherches dans ce domaine, à partir du moment où les actionnaires délèguent leur pouvoir décisionnel aux dirigeants, des conflits d'intérêts peuvent surgir, menant ainsi à des décisions sous optimales. Afin de minimiser le risque d'un tel comportement de la part des dirigeants, des mécanismes de contrôle seraient nécessaires (Fama, 1980) «⁴⁴». Il s'agit principalement du conseil d'administration qui représente les intérêts des apporteurs de fonds et dispose d'un pouvoir disciplinaire et de contrôle sur les dirigeants. Etant responsable des actifs de l'entreprise, le conseil d'administration doit être en mesure d'ajouter de la valeur à ces actifs, en agissant sur les décisions stratégiques de l'entreprise. Ses principales fonctions sont, d'une part l'évaluation et la ratification des décisions stratégiques et, d'autre part le contrôle de la performance des dirigeants. Afin d'assurer un contrôle de qualité et une objectivité dans la prise de décision, les analystes préconisent est ce que le conseil d'administration soit composé au moins d'administrateurs indépendants. En effet, Pour les tenants de la théorie de l'agence, le conseil d'administration est le mécanisme interne clé qui contrôle l'opportunisme des dirigeants et veille à son efficacité. L'une des variables à la base de cette efficacité serait son degré d'indépendance «⁴⁵».

3-1-1/ Le rôle de la politique de contrôle dans la résolution des conflits d'intérêts

Le principal objectif d'une bonne gouvernance est d'aligner l'objectif des dirigeants sur celui des actionnaires et d'éviter toute tentative de fraude. Les dirigeants peuvent occuper une position privilégiée et préférentielle au sein de l'entreprise grâce à la spécificité des investissements pour lesquels ils optent ou grâce aux projets dont la réalisation dépend principalement de leurs compétences et de leurs expériences. Ceci rend difficile leur remplacement et même leur éviction en cas d'un comportement opportuniste. Leur pouvoir de négociation augmente de plus en plus en entraînant une hausse de salaires et une création d'un espace discrétionnaire plus important, permettant aux dirigeants de gérer l'entreprise de manière indépendante. De plus, l'accroissement démesuré du pouvoir discrétionnaire des dirigeants et de leur comportement managérial débouche sur l'inefficacité de l'entreprise, voire sur la dégradation de la performance de l'entreprise. L'enracinement des dirigeants, ayant pour finalité une augmentation du pouvoir de ces derniers au détriment des actionnaires «⁴⁶», aide les dirigeants à échapper aux différents mécanismes de contrôle pour générer et maintenir des rentes pour leurs propres intérêts. Pour lutter contre l'enracinement des dirigeants, l'entreprise peut instaurer des règles efficaces de gestion de la firme «⁴⁷». Dès lors, le système de gouvernance mis en place permettra d'éviter toute sous performance de l'entreprise, et ce en sanctionnant les dirigeants par leur éviction rapide du processus de prise de décision. Il doit gérer les relations

⁴⁴ Ameur Boujenoul, Daniel Zeghal, Op. Citée, Page 186.

⁴⁵ Idem.

⁴⁶ Frédéric Parrat : « Le gouvernement d'entreprise », Maxima, Paris, 1999, Page 76

⁴⁷ Jérôme Maati : « Le gouvernement d'entreprise », De Boeck Université, Paris, 1999, Page 116

d'agence en mettant en place des systèmes de contrôle et de rémunération, contribuant à la création de valeur. Comment ces mécanismes créent de la valeur ?

3-1-2/ Le conseil d'administration et la délimitation du pouvoir des dirigeants

Ce mécanisme est l'un des mécanismes de contrôle des dirigeants. Il est plutôt un organe de contrôle interne et il permet de délimiter le pouvoir et l'opportunisme des dirigeants. Il est d'ailleurs considéré par certains auteurs tels que Fama et Jensen (1983) comme le point culminant des systèmes de contrôle de la décision. Ici, le contrôle de l'entreprise échoit au conseil d'administration et aux dirigeants plus qu'aux propriétaires de l'entreprise «⁴⁸ ». Pour reprendre la définition du rapport Vienot, le conseil d'administration est une instance collégiale représentant collectivement l'ensemble des actionnaires et agissant dans l'intérêt social de l'entreprise. «⁴⁹» Le conseil d'administration contribue efficacement à la création de valeur en assurant trois principales fonctions portant sur :

- 1- Une fonction chargée de choisir un bon dirigeant pour l'entreprise ;
- 2- Une fonction chargée de la fixation de rémunération du PDG ;
- 3- et une fonction chargée de définir les choix stratégiques et la surveillance des opportunités et des risques.

3-1-2-1/ Le choix du chef de direction par le conseil d'administration

Notre objectif est d'étudier le processus de création de valeur par le conseil d'administration. Ce dernier ajoute de la valeur à l'entreprise dans la mesure où il réussit à désigner un chef de direction compétent et susceptible de s'acquitter du rôle qui lui est assigné au sein de l'entreprise. De plus, le conseil d'administration et le chef de direction doivent être en contact permanent et dialoguer d'une façon continue et ouverte. Le conseil d'administration n'a pas pour rôle d'accepter facilement les suggestions de la direction mais il doit suivre l'avancement des dossiers, contrôler la direction et, au besoin, prendre des mesures correctives.

3-1-2-2/ Le pouvoir de contrôle du conseil d'administration et la rémunération de l'équipe dirigeante

Etant les gestionnaires de l'entreprise, les dirigeants peuvent s'approprier des rémunérations excessives, inadéquates ni aux efforts fournis, ni aux niveaux de performances atteint. Ceci peut engendrer des conflits d'intérêts et des coûts élevés, contribuant à la destruction de valeur. C'est la raison pour laquelle le conseil d'administration joue un rôle important dans la fixation et le contrôle de la politique de rémunération de l'entreprise. Toutefois, un niveau de rémunération disproportionné est rapidement contesté par les administrateurs indépendants (externes) plutôt par les administrateurs internes. Ces derniers ayant des relations personnelles ou économiques

⁴⁸ Jonathan Berk-Peter De Marzo: « Finance d'entreprise », Edition: Pearson, Education France, 2008, Page 23.

⁴⁹ Eric Pichet : « Le gouvernement d'entreprise dans les grandes sociétés cotées », Edition du siècle, Paris 2010, Page 101

avec l'entreprise, ont moins de liberté pour s'opposer à la politique de rémunération de leur dirigeant.

3-1-2-3/ La définition des choix stratégiques et la gestion des risques de l'entreprise par le conseil d'administration

Il est clair que le conseil d'administration pour qu'il crée de la valeur, il faut qu'il s'intéresse activement et régulièrement à la stratégie de l'entreprise et la gestion des risques, et ce en suivant l'évolution de l'environnement et en adaptant l'entreprise aux maints changements afin qu'elle soit flexible. Pour cela, le conseil d'administration doit définir un cadre de surveillance de la gestion des opportunités et des risques et surtout veiller à la transparence dans l'information, qui joue un rôle crucial dans le développement des relations entre l'entreprise et ses partenaires externes (partenaires du marché). Une défaillance des systèmes de contrôle chargés de discipliner les principaux dirigeants, aurait provoqué une dégradation de la performance et une spoliation des actionnaires ^{«50»}.

3-2/Le rôle disciplinaire de la conjoncture économique caractérisée par la concurrence

Les dirigeants sont disciplinés par la concurrence des autres firmes. Un comportement opportuniste de leurs parts risque de faire perdre de compétitivité à l'entreprise, voire sa place sur le marché. La pérennité de l'équipe dirigeante est tributaire de la vie de l'entreprise.

3-3/Le rôle du marché financier dans le contrôle de l'équipe dirigeante

A priori, le marché financier est considéré comme un mécanisme de contrôle car les actionnaires s'avérant non satisfaits par la gestion des dirigeants et, jugeant de ce fait leur contrôle très coûteux, ils procèdent, directement à la vente ou à la liquidation de leurs actions. Ceci entraînera la séparation de leurs participations. De surcroît, une gestion menée par les dirigeants non conforme aux objectifs des apporteurs de fonds, notamment à la maximisation de la valeur actionnariale, entraîne des conflits d'intérêts avec les actionnaires. De ce fait, l'entreprise peut être sujette au contrôle externe, c'est-à-dire à une prise de contrôle externe. Il s'agit des offres publiques d'achat qui touchent principalement des entreprises aux performances insuffisantes, et ce afin d'améliorer les résultats ou les performances des entreprises rachetées. Quant aux dirigeants, le non-respect de l'intérêt des actionnaires devrait entraîner implicitement leur renvoi. Cette sanction peut être décidée soit par les actionnaires actuels, soit par le marché financier par une prise de contrôle de l'entreprise ^{«51»}. Les OPA entraînent d'une part la modification des contrats établis et de l'autre un risque de révocation à l'issue de la prise de contrôle.

⁵⁰ Fatma Benmoussa : « Gouvernance et création de valeur », Mémoire présenté pour l'obtention du diplôme de mastère en gestion des organisations, Option : Finance, Ecole supérieure de Tunis, 2005, Page 02.

⁵¹ Laurent Liarge : « Etat actionnaire et création de valeur : Une analyse par les fusions-Acquisitions », Thèse de doctorat, Université de Lille, 2004, Page 03.

En d'autres termes, lorsque les dirigeants s'avèrent opportunistes quant à l'objectif de la maximisation de la valeur actionnariale, c'est-à-dire ne gérant pas dans une perspective de création de valeur, le cours boursier de l'action baisse et de ce fait, l'entreprise peut devenir la cible d'OPA. L'opération d'OPA diffère selon les motivations des entreprises initiatrices. Elle peut avoir pour objectif l'amélioration des résultats voire des performances des entreprises ciblées ou la création de synergies avec celles-ci. De plus, les OPA doivent permettre l'amélioration de la position des entreprises initiatrices sur le marché. Les OPA, notamment hostiles, n'interviennent sur le marché que si les entreprises cibles dégagent des résultats faibles et leur performance est jugée très insuffisante. Ainsi, elles favorisent le remplacement des équipes dirigeantes jugées peu efficace ^{«52»}. La crainte des offres publiques d'achat qui jouent un rôle de contrôle des dirigeants des entreprises cibles, rend la gestion des dirigeants dans l'intérêt des actionnaires incontournable.

3-4/Le contrôle par le marché du travail et la création de valeur

Le marché du travail constitue un moyen de discipliner les dirigeants. Ces derniers s'ils ne satisfassent pas à l'objectif de création de valeur seront menacés de départ. Selon la théorie de l'agence, plusieurs mécanismes sont susceptibles d'intervenir pour limiter la perte d'efficience. Parmi eux figurent la rémunération des dirigeants et le risque de départ suite à une mauvaise performance, qui font l'objet d'un vaste courant de littérature ^{«53»}. En effet, les dirigeants qui ne s'exercent pas dans une optique de création de valeur, conduisant ainsi l'entreprise à la défaillance ou à une performance insuffisante par rapport à celle de ses concurrents ; ils pourront être remplacés par des individus issus de l'entreprise (marché du travail interne) ou par des individus externes à l'entreprise (marché du travail externe) ^{«54»}. Cela dit, le départ des dirigeants est imputable à une mauvaise performance. En effet, si on se réfère à la théorie du « cycle vicieux » qui a tenté d'expliquer la relation entre le départ des dirigeants et la mauvaise performance, on constate qu'une divergence d'intérêts de l'équipe de direction entraînera une défaillance de la gestion qui se traduira par des erreurs stratégiques et le retrait des tiers (clients, fournisseurs,...). De plus, ceci impact négativement la performance de l'entreprise en entraînant le départ des dirigeants, qui perturbera l'équipe dirigeante et provoquera la défaillance de l'entreprise.

Il est important de signaler qu'une bonne gouvernance permettant de mieux gérer les relations entre les investisseurs et les gestionnaires ne se limite pas aux mécanismes financiers incitatifs (politique de rémunération), ni aux mécanismes de contrôle interne via le conseil d'administration, ou externe via le marché financier et du travail; elle veille aussi à une meilleure gestion de l'information dont l'objectif est d'éviter une asymétrie informationnelle. En effet, l'asymétrie informationnelle peut tromper largement les propriétaires car les dirigeants peuvent recourir à la

⁵² Khaoula Saddour Dridi, Op. Citée, Page 137.

⁵³ Isabelle Allemand : « Analyse des liens entre les départs de dirigeants suite à une mauvaise performance et la création de valeur : une étude menée en France », Revue Finance Contrôle Stratégie-Volume 12, n°2, Juin 2009, P.69-90, Page 70.

⁵⁴ Jérôme Caby et Gérard Hirigoyen : « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise », Economica, Paris 2005, Page 99.

manipulation des bénéfices et à la modification du risque perçu par le marché ⁵⁵. Une entreprise peut divulguer de fausses informations quant à sa situation financière et aux résultats comptables réalisés en révélant des chiffres d'affaires faux ou en gonflant artificiellement ses bénéfices. De plus, les dirigeants peuvent modifier la perception du risque par le marché en diminuant l'endettement ou en renonçant à le porter dans le bilan. Ceci entraînera une mauvaise évaluation de l'entreprise par les marchés et une spoliation des actionnaires.

La bonne gouvernance évite les scandales émanant du comportement opportuniste des dirigeants et elle veille à leurs assurer une rémunération ajustée pour le risque et à respecter leurs droits. Elle protège aussi les droits des clients, employés, fournisseurs,...etc., qui sans eux, le développement de l'entreprise voue à l'échec.

Grâce aux maintes mesures caractérisant la bonne gouvernance, l'entreprise réussira son développement. Ces mesures, constituées des incitations financières, des mécanismes de contrôle et des techniques modernes de la circulation de l'information ; permettent de discipliner les agents composant l'entreprise quel que soit leur pouvoir au sein de l'entreprise qui les réunies.

A l'appui des développements précédents, nous constatons que la réussite et la performance de l'entreprise dépendent de sa capacité à gérer les relations qui lient les différentes parties prenantes, contribuant à son développement. Une bonne gestion ainsi qu'une bonne gouvernance ne se limitent pas seulement à la seule relation liant les décideurs et les investisseurs, elle contribue aussi à la satisfaction des objectifs des autres parties prenantes qui participent activement au développement de l'entreprise. Assurer une bonne gouvernance au sein de son entreprise, c'est d'assurer en même temps un meilleur choix stratégique en termes d'investissement et de financement considérés comme l'assise de la création de valeur. De ce fait, il y a lieu de s'interroger sur l'apport de la gouvernance à la décision d'investissement. En d'autres termes, s'interroger sur l'apport de la gouvernance à la création de valeur via sa principale source à savoir : l'investissement. Ceci fera l'objet de la deuxième section.

Section 2 : Mécanismes de gouvernance et la décision d'investissement.

Le développement de toute entreprise dépend des décisions stratégiques, liées notamment à l'investissement qui constitue la décision financière la plus importante ⁵⁶. Toutefois les dirigeants peuvent gérer dans une optique contraire à la création de valeur, entraînant une destruction totale de la richesse. Afin d'éviter cela, l'entreprise est tenue de mettre en place des mécanismes stimulant la création de valeur en encourageant les dirigeants à gérer dans l'intérêt des propriétaires. C'est là que le rôle de la gouvernance apparaît crucial, puisqu'elle recouvre l'ensemble des

⁵⁵ Michel. Albouy, Op. Citée page 427.

⁵⁶ Charreaux Gérard : « Finance d'entreprise », EMS, 2000, Page 108

mécanismes qui délimitent l'espace discrétionnaire du dirigeant «⁵⁷ ». Lesquels influencent les décisions de l'entreprise en termes d'investissement et de financement. En termes d'investissement, l'objectif est de s'assurer du bon choix ou de l'utilisation des opportunités d'investissement tout en évitant les projets non rentables. En termes de financement, l'objectif est de s'assurer de l'adéquation de la politique de financement à la situation de l'entreprise. Toutefois, les mécanismes de gouvernance diffèrent selon les modalités de fonctionnement des entreprises car ceux appliqués à une entreprise publique diffèrent de ceux appliqués à une entreprise privée.

Les mécanismes de gouvernance, ayant pour objectif la résolution des conflits d'intérêt entre les agents composant l'entreprise, se caractérisent par des critères intentionnels et spontanés d'une part, et spécifiques ou non spécifiques d'autre part. Que renferment ces critères ?

Le critère intentionnel indique que les mécanismes de gouvernance sont définis et conçus volontairement pour gouverner et discipliner les dirigeants. Il s'agit d'une part, du conseil d'administration ayant pour rôle le contrôle des décisions stratégiques prises par les dirigeants et, d'autre part, des règles et des procédures formelles instaurées par l'entreprise. De plus, ces mécanismes intentionnels peuvent être spécifiques ou non spécifiques, appartenant ou non à l'entreprise.

Ainsi, les mécanismes intentionnels spécifiques recouvrent d'une part le contrôle direct par les actionnaires via le conseil d'administration ou l'assemblée générale des actionnaires, et d'autre part, les systèmes de rémunération, d'intéressement et le comité d'entreprise. En revanche, les mécanismes intentionnels non spécifiques à l'entreprise, provenant de l'extérieur tout en étant prêt à les concevoir, recouvrent le cadre légal et réglementaire, les syndicats nationaux et les associations de consommateurs. Quant aux mécanismes spontanés spécifiques à l'entreprise renferment les réseaux de confiance informels, la surveillance mutuelle des dirigeants, la culture d'entreprise et la réputation des salariés. Mais les mécanismes spontanés non spécifiques proviennent exclusivement du marché à savoir : le marché financier, marché des biens et des services, marché du travail, environnement médiatique, marché de la formation ...etc.

1/ Le rôle des mécanismes de gouvernance dans le processus décisionnel

Les mécanismes de gouvernance diffèrent d'une entreprise à une autre et d'un pays à l'autre car ces mécanismes dépendent de la stratégie suivie par l'entreprise, voire des modalités de fonctionnement de celle-ci. Les critères intentionnels, spontanés, spécifiques et non spécifiques de système de gouvernance indiquent que les dirigeants prennent les décisions stratégiques dans un contexte qui varie selon les conditions, internes et externes, caractérisant l'entreprise et influençant sur les pouvoirs et les décisions des dirigeants. De plus, le fonctionnement des maints mécanismes de gouvernance se caractérise par une forte interaction et interdépendance

⁵⁷ Charreaux Gérard, Wirtz Peter : « Gouvernance des entreprises : N^{elles} perspectives », Economica, Paris, 2006, Page 253.

de ceux-ci. Aucun mécanisme ne se place au détriment de l'autre, au contraire, les mécanismes se complètent les uns les autres. Ainsi, le renforcement du pouvoir du conseil d'administration pallie l'insuffisance de certains mécanismes et s'explique par l'incapacité de ces derniers à assurer leur fonction. Ce qui indique la complémentarité entre les différents mécanismes. Comment ces mécanismes influent sur les décisions stratégiques des dirigeants ou quel rôle jouent-ils dans le processus décisionnel ?

Selon plusieurs théories, notamment celle de Fama et Jensen (1983), il existe quatre étapes principales dans le processus de décision à savoir :

- 1- l'étape de l'initiative qui recouvre les différentes propositions relatives à l'utilisation des ressources, l'élaboration des projets et la définition de l'ensemble des choix réalisables ;
- 2- l'étape de ratification qui sert à choisir des propositions parmi d'autres afin de les mettre en œuvre, conduisant ainsi au choix final du projet ;
- 3- l'étape de la mise en œuvre ou l'exécution des décisions ratifiées ;
- 4- et l'étape de surveillance qui sert à surveiller les agents, les récompenser ou les sanctionner suivant les résultats réalisés.

Certainement, ces étapes sont influencées par les différents mécanismes de gouvernance.

1-1/ L'influence des mécanismes de gouvernance sur le choix des projets

La première étape du processus décisionnel des dirigeants est l'élaboration des projets et l'identification des choix réalisables. Lors de cette étape, les dirigeants chercheront à privilégier beaucoup plus les projets dont la réalisation dépend de leur formation, connaissance et expérience. Ils rendent ainsi le développement de l'entreprise dépendant de leurs capacités cognitives, et ce afin de renforcer leur position au sein de l'entreprise et affaiblir la probabilité de leur éviction quelques soit les conditions de l'entreprise. Dès lors, les projets peuvent être conçus comme un moyen d'enracinement des dirigeants. Dans un tel contexte, le mécanisme intentionnel et spécifique à l'entreprise, qui est le conseil d'administration, joue un rôle crucial en vérifiant au préalable l'adéquation des projets aux objectifs de l'entreprise. Il en est de même pour le mécanisme des réseaux de confiance, ayant pour rôle de discipliner les dirigeants en les orientant vers l'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise.

Le choix des projets réalisables nécessite de s'assurer de la capacité financière de l'entreprise, voire des ressources et des moyens financiers dont elle dispose d'une part et, d'autre part, de ses objectifs ainsi que de ses modes de fonctionnement. Ainsi, une entreprise qui n'est pas crédible et ayant des difficultés à bénéficier des ressources financières externes (bancaires ou par le marché financier), verra une réduction significative de l'ensemble des projets sélectionnés. De plus, certains mécanismes

recouvrant les contraintes légales et du marché limitent le champ décisionnel, en refusant d'accepter l'ensemble des projets réalisables. Il en est de même pour le mécanisme spontané spécifique recouvrant la culture de l'entreprise. Ce mécanisme peut constituer une contrainte à la réalisation des projets choisis, lorsque ces derniers s'avèrent trop étranger à la culture de l'entreprise.

1-2/ Les mécanismes de gouvernance et l'étape de ratification

Cette étape consiste à aboutir au choix final du projet. Lequel peut être influencé par les objectifs des différentes parties prenantes participant à l'activité de l'entreprise. Il s'agit de l'équipe dirigeante, des actionnaires et des cadres salariés dont les objectifs ne sont pas nécessairement identiques. Et, en s'appuyant sur leurs mécanismes respectifs, les parties prenantes peuvent imposer d'autres objectifs, remettant en causes les propositions initialement choisies. Ainsi, l'étape de ratification se trouve généralement impacter par le mécanisme intentionnel spécifique. Toutefois, l'influence des mécanismes de gouvernance est fonction du type et de la structure de l'entreprise.

1-3/ L'influence des mécanismes de gouvernance sur les étapes de mise en œuvre et de surveillance

Lors de l'étape de mise en œuvre et de surveillance, les mécanismes de gouvernance qu'ils soient internes ou externes jouent un rôle crucial et influencent considérablement cette étape.

En principe, ces mécanismes s'appuient sur les types de relations facilitant l'exécution des fonctions au sein de l'entreprise. Il s'agit de la force légale et du conseil d'administration, des relations contractuelles explicites et implicites. Concernant le cadre légale et le conseil d'administration, ils jouent un rôle crucial dans le contrôle des décisions dans la mesure où ils empêchent la réalisation de toute opération mettant en péril la situation de l'entreprise, et évitent l'enracinement des dirigeants. Les relations contractuelles explicites incitent au respect des engagements contractés et des modalités de coopération. Quant aux relations contractuelles implicites, recouvrant les réseaux de confiance entre les salariés et les dirigeants, elles permettent une gestion dans une optique de valeur. Cependant, les dirigeants peuvent être influencés par les informations provenant des autres parties prenantes notamment des apporteurs de fonds. Ces derniers exercent une influence notable sur le comportement des dirigeants en limitant leur liberté d'action.

Le rôle principal des mécanismes de gouvernance intentionnels ou spontanés est disciplinaire. Ils permettent une gestion efficace des relations entre les différentes parties prenantes, contribuant d'une manière directe ou indirecte au développement de l'entreprise. Vu que ces mécanismes interviennent dans chaque étape de processus décisionnel, ils assurent l'efficacité en l'occurrence productive. Toutefois, l'influence des mécanismes de gouvernance intentionnels et spontanés sur le processus décisionnel est consécutive au type et à la structure de l'entreprise. Ces mécanismes ne

sont pas stables, leur changement dépend de plusieurs facteurs. Quels sont les facteurs susceptibles de modifier les mécanismes de gouvernance ?

2/ Le fonctionnement des mécanismes de gouvernance selon la structure de propriété publique

Comme il a été déjà signalé, les mécanismes de gouvernance sont influencés par la structure interne et les modalités de fonctionnement de l'entreprise. Ainsi, l'influence des mécanismes de gouvernance diffère selon la structure des droits de propriété ou l'allocation des droits décisionnels aux agents composant l'entreprise. Etant donné qu'ils sont influencés par la structure et le mode de fonctionnement de celle-ci, les mécanismes de gouvernance appliqués à l'entreprise privée diffèrent de ceux appliqués à l'entreprise publique. La structure des droits de propriété modifie les mécanismes disciplinaires qui eux même modifient ou influent sur le processus décisionnel (comportement décisionnel).

2-1/ Mécanismes de gouvernance et le processus décisionnel dans l'entreprise publique

La structure de propriété publique se caractérise principalement par une propriété exclusivement manipulée par l'Etat qui est l'unique propriétaire de l'entreprise, une centralisation des décisions, une contradiction des objectifs et par une complexité des relations entre les agents à cause des contrôles ministériels et parlementaires. L'objectif de l'entreprise publique est beaucoup plus d'ordre politique qu'économique.

Le processus décisionnel est encadré par l'Etat qui manipule les droits décisionnels relatifs à la gestion, à la prise de décision et au contrôle. En effet, les représentants de l'Etat définissent un système budgétaire dans lequel est encadré le processus décisionnel. Les différentes étapes du processus décisionnel à savoir : l'initiative, la ratification et le contrôle des décisions notamment d'investissement, sont étudiées et définies par les différents ministères concernés. Il y a que l'étape de mise en œuvre qui est alloué aux dirigeants. La centralisation de la prise de décisions stratégiques s'explique par la gestion de l'information détenue exclusivement par l'Etat. Quant au contrôle, il est la prérogative des ministères et du parlement. Les dirigeants de l'entreprise publique sont soumis à un contrôle contraignant, entraînant par conséquent un comportement opportuniste en recherchant la satisfaction et la réalisation des intérêts personnels. Ce comportement conduit à l'inefficience en raison de l'absence d'un système incitatif à la création de valeur, voire à la performance de l'entreprise.

Les mécanismes de gouvernance appliqués à l'entreprise publique se caractérisent par la concentration de la prise de décision d'une part, et par le

renforcement du contrôle des dirigeants d'autre part. C'est un système de gouvernance centralisé et formalisé ^{«58»}.

2-2/ Mécanismes de gouvernance et création de valeur dans l'entreprise publique

Les caractéristiques du système de gouvernance de l'entreprise publique limite l'incitation à la gestion efficace de l'entreprise, voire à la création de valeur. En effet, ces caractéristiques créent un climat conflictuel et discrétionnaire, poussant les agents composant l'entreprise à rechercher leurs propres intérêts au détriment des autres partenaires. De façon corollaire, l'opportunisme des individus engendre des coûts très élevés, entravant la création de valeur. Ainsi, un individu qui n'assume pas efficacement sa fonction ou sa tâche et cherche à induire les autres en erreur, constitue un exemple parmi d'autres de l'opportunisme des individus. La gestion efficace de l'entreprise dépend principalement d'une coalition d'intérêt entre les différentes parties prenantes, notamment entre ceux qui décident et ceux qui apportent les ressources, et de la mise en place d'une structure interne pouvant influencer et modifier les mécanismes de gouvernance en les rendant moins contraignant et plus incitatifs.

C'est ainsi que l'entreprise publique algérienne trouve aujourd'hui des difficultés énormes à créer de la valeur. Au début, ce problème était lié principalement à la mauvaise gestion des grandes entreprises étatiques, c'est pourquoi l'Etat avait procédé à la restructuration organique permettant de partager ces entreprises en plusieurs centres de responsabilités, rendant ainsi la structure de celle-ci plus gérable. En dépit des maintes mesures adoptées pour préparer les entreprises publiques algériennes à l'autonomie, voire à la décentralisation (fonds de participation, holding, sociétés de gestion de participation), l'Etat reste le seul propriétaire car toutes les décisions sont prises sous sa tutelle en l'occurrence par le conseil national des participations de l'Etat (CNPE). L'absence de coalition d'intérêt entre les agents composants l'entreprise crée de plus en plus un climat démotivant, voire défavorable à la création de valeur.

3/ Le fonctionnement des mécanismes de gouvernance selon la structure de propriété privée

3-1/ Mécanismes de gouvernance et le processus décisionnel dans l'entreprise privée

Il est important de distinguer une grande différence entre la propriété publique et la propriété privée. Cette dernière se caractérise par la détention des droits de propriété relatifs à l'utilisation des actifs (usus), à leur transfert (abusus) et à l'appropriation des rentes réalisées et engendrées de ces actifs (fructus). La principale

⁵⁸ Carine Catelin et Céline Chatelin : « Privatisation, gouvernement d'entreprise et processus décisionnel : Une interprétation de la dynamique organisationnelle à travers le cas France Télécom », Revue Finance Contrôle Stratégie, Vol. 4, n°2, juin 2001, P.63-90, page 70.

caractéristique de cette propriété est la décentralisation du système de gouvernance, qui renferme l'allocation des droits de décisions et de contrôle aux agents jugés susceptibles et capables de s'acquitter de leur rôle et de répondre aux objectifs qui leur ont été assignés. En effet, les propriétaires de l'entreprise à savoir les actionnaires dits créanciers résiduels, délèguent leur droit décisionnel aux dirigeants en fonction d'un degré informationnel, voire des informations nécessaires à la prise de décision. C'est ainsi que la propriété privée modifie les mécanismes de gouvernance qui jouent un rôle important dans le processus décisionnel. Il s'agit principalement de la modification du comportement disciplinaire des différentes parties prenantes.

La privatisation des entreprises publiques implique l'ouverture du capital de celles-ci. Cette ouverture n'est pas sans incidence sur le mode de gouvernance. Elle entraîne l'entrée de nouveaux actionnaires, donnant de ce fait une forme de type managérial à l'entreprise, et modifie le mode de fonctionnement de l'entreprise et le comportement disciplinaire des agents. Ainsi, le processus décisionnel se trouve modifié puisque le droit de gestion ou de prise de décision, associé à l'étape de l'initiative et la mise en œuvre, est alloué aux dirigeants sous contrainte de la maîtrise de l'information nécessaire et indispensable à la réalisation des projets. Quant au droit de contrôle, il est alloué aux propriétaires via le conseil d'administration qui est composé principalement des actionnaires ayant pour objectif d'exercer la fonction de ratification et de surveillance des décisions.

Contrairement au fonctionnement de l'entreprise publique qui écarte totalement le contrôle par le marché financier, l'entreprise publique privatisée marque un contrôle accentué par le marché financier, et ce grâce à la présence d'actionnaires multiples ayant pour objectif de s'assurer de la performance de l'organisation. Il est important de signaler que le conseil d'administration, représentant les intérêts des actionnaires privés notamment institutionnels, constitue le meilleur organe de contrôle au sein de l'entreprise privée puisqu'il s'appuie aussi sur des informations provenant du marché. En outre, l'ouverture du capital et l'introduction en bourse des entreprises privatisées imposent aux dirigeants de gérer dans une optique de valeur. Le dirigeant est donc incité à effectuer des choix financiers perçus favorablement par le marché et à entreprendre une activité de dédouanement vis-à-vis des actionnaires⁵⁹. Cela dit, les mécanismes de gouvernance, influencés par la privatisation, modifient le processus décisionnel au sein de l'entreprise, puisque la privatisation entraîne une réallocation des droits décisionnels aux différents agents composant celle-ci. Ceci nous amène à poser la question suivante : la modification des mécanismes de gouvernance en matière de prise de décision, modifie-t-elle la valeur appropriable par les différents agents notamment les actionnaires ?

3-2/ Mécanismes de gouvernance et création de valeur dans l'entreprise privée

Au sein de l'entreprise publique, l'agent est dans l'obligation de répondre aux objectifs de l'Etat en respectant sa politique budgétaire. De ce fait, son rôle en matière de création de valeur est très limité, car le mode de gouvernance dans ce contexte est

⁵⁹ Carine Catelin et Céline Chatelin Op. Citée, page 73.

peu incitatif à la création de valeur et contribue même dans certain cas à engendrer l'opportunisme des agents, en recherchant des intérêts personnels au détriment de ceux de la firme dans laquelle ils s'exercent. En revanche, l'entreprise publique privatisée se caractérise par une allocation des droits de décision et de contrôle aux différents agents jugés susceptibles de mener à bien leur fonction. De sorte, la fonction décision n'est allouée qu'aux dirigeants, voire à la direction générale dotée des informations cruciales et nécessaires à la réalisation des décisions notamment stratégiques. D'autant plus, la fonction contrôle n'est pas centralisée et elle est assurée par des organes internes et externes à l'entreprise. Ceci stimule les dirigeants à gérer dans l'intérêt de toutes les parties prenantes (les fournisseurs, les clients, les banques, les salariés et notamment les actionnaires qui sont les principaux apporteurs de fonds). Les mécanismes de gouvernance ainsi que les différents comités associés à chaque organe comme les comités d'audit et de rémunération influent sur le comportement disciplinaire des dirigeants. En effet, ces derniers, grâce aux nouvelles politiques de rémunération appliquées seront encouragés à réaliser, non seulement leurs intérêts, mais aussi ceux des actionnaires. Le soutien de ces derniers à la gestion de l'entreprise se traduit dans la valeur de l'action représentant un indicateur de la qualité de la gestion ^{«60»}. La création de valeur nécessite donc une collaboration et un travail d'équipe, voire un esprit coopératif permettant une meilleure performance de l'entreprise. D'autant plus, le mode de gouvernance de la propriété privée constitue un système d'incitation à la performance et même limite l'opportunisme des individus. Ceci implique une gestion efficace permettant ainsi de créer de la valeur.

C'est ainsi que l'Algérie avait mis en place plusieurs dispositifs susceptibles d'améliorer la capacité compétitive des entreprises. Il s'agit de la privatisation constituant un moyen crucial et incontournable pour réussir l'adaptation aux nouvelles exigences du marché. Celui-ci étant de plus en plus ouvert sur l'international, rend ainsi la compétitivité au centre des préoccupations des entreprises. En effet, la compétitivité permettant la création de richesse ne peut être réalisée que par une bonne gestion des relations entre les propriétaires et les dirigeants.

La défaillance des entreprises publiques résultant de leur mauvaise gestion, leur incapacité à faire face à la concurrence et de la mauvaise répartition des rôles et des tâches, a poussé l'Etat algérien à dépenser des sommes colossales pour les assainir afin qu'elles deviennent efficaces et qu'elles assurent un environnement favorable à la création de richesse. L'objectif principal était de revoir la gestion interne de ces entreprises après avoir réduit leur taille, éliminé celles qui sont dissoutes et recentré sur les métiers de base. Toutefois, cet assainissement s'est soldé par un grand échec car il n'y a pas eu de contre partie en termes de compétitivité et de création de richesse. C'est ainsi que le recours à la privatisation permettant la modification et l'amélioration des modes de gouvernance, s'est avéré incontournable pour l'efficacité des entreprises et pour leur adaptation aux nouvelles exigences de l'environnement.

⁶⁰ Pierre-Yves Gomez : « La république des actionnaires », Découverte et Syros, Paris, 2001, Page 133

En Algérie, la privatisation s'est faite au niveau macro-économique et micro-économique. Au niveau macro-économique, l'objectif est d'encourager l'émergence et le développement du secteur privé mais au niveau micro-économique, l'objectif est de procéder à la privatisation des entreprises publiques; et ce en adoptant plusieurs méthodes soit par : recours aux mécanismes de la bourse (offre publique de vente à prix fixe), recours à la procédure de gré à gré (sous l'autorisation du conseil des participations de l'Etat (CPE)), vente des titres dans le public et la cession au profit des salariés. Au début, la privatisation avait concerné que quelques secteurs publics jugés compétitifs mais la pression des organisations financières avait poussé l'Etat à opter pour l'ouverture de tous les secteurs à la privatisation à l'exception des hydrocarbures. Le recours à la privatisation des entreprises publiques est jugé créateur de valeur dans la mesure où la réallocation des droits de décision et de contrôle impacte favorablement le mode de fonctionnement des mécanismes de gouvernance. Ces derniers sont aussi influencés par d'autres facteurs liés à la latitude managériale et à la disponibilité des ressources financières.

4/ L'influence de latitude managériale sur les mécanismes de gouvernance

La structure de gouvernement de l'entreprise peut changer en fonction du comportement des agents qui la compose à savoir : les dirigeants, les salariés et les actionnaires. Ce changement est contingent à la perception des opportunités de création et d'appropriation de rentes par les parties prenantes. En effet, un dirigeant optant pour l'intégration d'une catégorie d'investisseurs qui contribueront pleinement à la création de valeur dont une partie lui sera appropriable, mettra certainement en place un mécanisme de contrôle de ces investisseurs. Cela dit, le changement dans les décisions des dirigeants modifie les mécanismes de gouvernance. Ce changement est orienté par l'objectif du dirigeant et sa perception des opportunités de création et d'appropriation de la valeur.

Le comportement entrepreneurial guidé par le schéma mental des dirigeants influe sur le changement des structures de gouvernement d'entreprise. Ce schéma mental, quant à lui, est guidé par la perception de la création de valeur. Ainsi, les décisions sont guidées par des actions sur les structures de gouvernance susceptibles de créer de la valeur. Toutefois, les décisions prises par les dirigeants peuvent être influencées par le schéma mental partagé, c'est-à-dire les différentes réactions des parties prenantes qui peuvent s'opposer aux nouvelles structures de gouvernance. Ceci se réalise lorsque les intérêts de ces parties prenantes sont spoliés. Les dirigeants sont donc susceptibles de se heurter au schéma mental partagé de la population plus large. En effet, une décision n'allant pas dans l'intérêt des autres parties prenantes engendre la réaction de celles-ci. Une campagne de relations publiques peut être menée pour se défendre et se protéger contre une décision entraînant la spoliation des intérêts des agents composants l'entreprise, telle que la décision de prise de contrôle hostile (par l'OPA) qui peut entraîner des vagues de protestations notamment des employés. La conséquence de ces manifestations peut être positive en abandonnant les OPA hostiles ou en proposant des fusions amicales via les négociations.

Plusieurs tentatives de prises de contrôle hostiles ont échouées et débouchées par la suite sur des rapprochements des entreprises, et ce grâce à la recherche d'un consensus entre les différentes parties concernées.

La latitude managériale qui renvoie directement à la liberté d'action du dirigeant par rapport à la poursuite de sa stratégie, joue un rôle crucial dans le changement des structures de gouvernance. En effet, l'adoption de toute stratégie s'accompagne de nouveaux mécanismes de gouvernance, permettent à l'équipe dirigeante de mener à bien son activité. Toutefois, les actions et les décisions de celle-ci peuvent être influencées par le comportement des autres agents, notamment, les salariés motivés par la crainte de leur spoliation suite à la nouvelle stratégie adoptée et à laquelle est associé un nouveau mode de gouvernance.

5/ Le rôle de la disponibilité des ressources financières dans le changement des mécanismes de gouvernance

La disponibilité des ressources financières est conçue comme un levier d'action. Les dirigeants ne peuvent adopter une stratégie, répondant à leurs objectifs et susceptible de changer les structures de gouvernance, sans s'assurer au préalable de la capacité financière de leur entreprise. La politique financière constitue une condition incontournable pour la mise en place de la stratégie des dirigeants. De plus, les ressources financières augmentent l'espace discrétionnaire des dirigeants ou la liberté de leur action. Il est clair qu'une entreprise ne disposant pas de ressources financières nécessaires ne pourra pas opter pour des projets d'envergure ou de grande ampleur, comme ceux liés aux rachats des autres entreprises. Ceci nécessite des sommes colossales qui nécessitent même parfois l'intervention de l'aide des banques. Le soutien de ces dernières élargi la marge de manœuvre du dirigeant. Les OPA hostiles, par exemple, n'auraient pas pu être mises en œuvre sans la disponibilité des ressources financières. La politique financière constitue donc un levier puissant puisqu'elle permet aux dirigeants de jouir d'une grande liberté d'action. Elle constitue aussi un outil pour la stratégie managériale car les objectifs des dirigeants ne peuvent pas se traduire en action sans avoir défini une politique financière adaptée.

En Algérie, toutes les restructurations menées par l'Etat pour une meilleure performance des entreprises, permettant la création de richesse et l'insertion dans la nouvelle conjoncture économique, ont nécessité des ressources financières colossales. La mise en place de nouveaux mécanismes de gouvernance constitue ainsi la stratégie de l'Etat face aux conditions de l'environnement qui ne cesse de s'accroître. L'Etat avait consacré plus de 500 milliards de dinars pour la réalisation de cette stratégie qui consiste à assainir le secteur public industriel pour une meilleure insertion dans l'économie de marché. Au niveau de l'entreprise, les ressources financières certes augmentent la latitude managériale car elles constituent un levier d'action stratégique et elles peuvent même contribuer aux changements des modes de gouvernance. L'objectif de la section suivante est de mettre en relief le lien de causalité entre la gouvernance et la décision de financement.

Section 3 : Mécanismes de gouvernance et la politique de financement

Etant donné que leur présence au sein de l'entreprise n'est pas obligatoire, les actionnaires peuvent facilement être spoliés. La théorie nous enseigne que la politique de financement appliquée peut constituer un moyen de discipliner les dirigeants, en les incitant à mener une gestion allant de pair avec l'objectif de création de valeur. D'après les travaux de Myers et Majluf (1984) ^{«61»}, la politique de financement est aussi considérée comme un mode de signalisation, contribuant à la réduction de l'asymétrie informationnelle. L'objectif de cette section est de replacer les décisions financières de type de financement dans le cadre de la gouvernance. Nous essayons ensuite d'étudier le fameux lien de causalité entre la structure de gouvernance et la politique de financement.

1/ L'apport de la théorie de l'agence et des coûts de transaction à la relation entre politique de gouvernance et de financement

La décision de financement contribue à la création de valeur dans la mesure où chaque mode de financement est assortie d'un mécanisme de gouvernance limitant la latitude managériale. Les théories de l'agence et des coûts de transaction (dont le modèle de Oliver Williamson) ^{«62»} ont expliqué le lien entre le choix de financement et la gouvernance de l'entreprise.

Concernant la théorie de l'agence, elle stipule qu'il existe des conflits d'intérêts entre, d'une part, les dirigeants qui sont de simple cadres rémunérés par un salaire et jouent un rôle important dans la gestion de l'entreprise et, d'autre part, les actionnaires représentant les investisseurs de l'entreprise contribuant au financement des projets et recherchant de ce fait à maximiser leur valeur actionnariale. Les conflits d'intérêts sont engendrés lorsque ceux qui détiennent le pouvoir de décision poursuivent une politique sous optimale du point de vue de la valeur des actionnaires et même des autres parties prenantes. En effet, dans toutes les entreprises où est instaurée une séparation du contrôle et de la propriété, apparaît un problème d'agence ^{«63»}. Ceci entraîne des coûts de contrôle et de dédouanement élevés. Selon la théorie de l'agence, la minimisation de ces coûts ne peut se réaliser que par la mise en place des mécanismes de gouvernance tels que de contrôle limitant la latitude managériale. En effet, les mécanismes de contrôle renferment les techniques de surveillance réduisant et limitant le comportement opportuniste ou l'opportunisme des dirigeants.

Selon la théorie des coûts de transaction, l'entreprise active dans un environnement incertain, caractérisé par l'asymétrie informationnelle. Cette dernière caractérise la relation entre les investisseurs et les dirigeants qui s'avèrent mieux

⁶¹ Myers et Majluf: "Corporate financing and investment decisions when firms have informations that investors do not have", Journal of Financial Economics, Vol.13, 1984

⁶² Oliver Williamson: "Corporate finance and corporate governance", Journal of Finance, Vol.43, (Juillet 1988).

⁶³ Michel Albouy, Hassan Obeid : « L'impact des privatisations sur la performance des entreprises françaises », Revue Finance Contrôle Stratégie, Volume 10, n°1, mars 2007, P.6-37, Page 12.

informés que les apporteurs de fonds. Selon cette théorie, les mécanismes de contrôle au sein de l'entreprise diffèrent selon la nature de transaction, notamment en termes de spécificité des actifs employés. Ainsi, les actionnaires investissant dans des actifs spécifiques, c'est-à-dire dont la réalisation dépend des compétences managériales imposent un contrôle direct, voire une intervention directe des investisseurs au sein de l'entreprise. Quant à ceux investissant dans des actifs peu spécifiques, ils privilégient le contrôle par les mécanismes de marché.

L'objectif des deux théories est la minimisation des coûts d'agence et de transaction, et ce grâce aux structures de gouvernance qui ont pour fonction la protection des intérêts des investisseurs. Selon ces deux théories, il existe une relation étroite entre la politique de financement et la structure de gouvernance de l'entreprise, puisqu'ils considèrent que la politique de financement, menée par l'entreprise, est attachée à un certains mécanismes de gouvernance adaptés. Ces derniers limitent la liberté d'action des dirigeants et les contraignent à mener une gestion conforme aux intérêts des investisseurs.

Compte tenu des mécanismes de gouvernance accompagnant la politique de financement et constituant de ce fait un moyen de discipline au sein de l'entreprise, le choix de financement s'explique par la minimisation des coûts d'agence et de transaction relatifs notamment aux coûts de contrôle. Selon la théorie des coûts de transaction, une confrontation entre les caractéristiques de l'entreprise avec la politique de financement à adopter et les mécanismes de contrôle qui accompagnent celles-ci est incontournable, pour réussir son objectif de réduction et de minimisation des coûts. En effet, une entreprise se caractérisant par la spécificité de ses actifs, privilégie le financement par fonds propres car ce type de financement est assortie d'un mode de gouvernance plus approprié à la nature de l'actif à financer, voire à la nature de transaction et procure la protection des intérêts des investisseurs via le contrôle direct. Le recours à la dette pour le financement d'un actif spécifique dont la réalisation d'un retour sur investissement est lointaine, entraîne une spoliation des créanciers par l'opportunisme des dirigeants. Car les caractéristiques du contrat de dette ne permettent pas un contrôle continu et approprié des situations complexes caractérisant les projets spécifiques.

Le financement par la dette est adéquat aux projets dont le degré de spécificité est faible. C'est un financement accordé sous certaines garanties et après avoir effectué une étude approfondie de la situation financière de l'entreprise. Si celle-ci s'avère déficitaire et s'approche vers la liquidation, les créanciers récupéreront leurs fonds sans aucune contrainte grâce à la faible spécificité des actifs financés d'une part, et aux actifs mis en gage d'autre part. Cela dit, la politique de financement est choisie prioritairement en fonction de sa capacité à minimiser les coûts de transaction et d'agence. Les deux courants théoriques de l'agence et de coût de transaction n'ont pas tenu compte du cadre institutionnel dans lequel s'exerce l'entreprise, bien que le système de gouvernance d'un pays ou national joue un rôle important dans le choix de financement. Le cadre institutionnel peut être défini comme un ensemble de contraintes institutionnelles qui délimite les choix financiers potentiels et conditionne

leurs implications en termes de coûts «⁶⁴». Dans ce contexte, le mode de financement dépend du système de gouvernance national ou du pays dans lequel active l'entreprise. De plus, l'étude de la liaison entre la politique de financement et la structure de gouvernance est statique car, d'une part elle introduit seulement la politique de financement comme un moyen de minimisation des coûts de transaction et d'agence grâce aux mécanismes de gouvernance qui accompagnent celle-ci et, d'autre part, elle considère le dirigeant comme un relais passif soumis aux conditions d'une bonne gouvernance assurant l'intérêt des investisseurs. Les modes de financement lui seront donc imposés et son action à mener une politique de financement est très limitée.

2/ L'apport de la théorie de l'enracinement à la relation régissant la politique de financement et la structure de gouvernance de l'entreprise

La théorie de l'enracinement accorde une place prépondérante au dirigeant en le considérant comme un acteur actif pouvant contribuer au changement. En effet, le dirigeant peut mener une stratégie notamment d'enracinement dont la réalisation dépend principalement de ses capacités. Certes, cette stratégie réduit les possibilités de son éviction d'une part et de l'autre, permet la neutralisation des mécanismes disciplinaires qui pèsent sur lui.

La théorie de l'enracinement stipule que l'espace discrétionnaire de dirigeant ne peut pas être réduit à néant car, il est conçu comme un acteur agissant sur l'évolution des structures de gouvernance de l'entreprise, et ce grâce à la politique de financement constituant un levier d'action et permettant la réalisation de ses objectifs. Les dirigeants ne contribuent à la création de valeur que s'ils s'assurent d'une protection contre une expropriation de leurs intérêts. En revanche, si la stratégie d'enracinement ne répond pas à l'objectif de l'efficience; les partenaires de l'entreprise, voire les investisseurs procèderont à un mouvement d'ajustement à long terme en mettant en place des mécanismes de gouvernance plus efficace.

Au-delà de la politique d'investissement qui constitue un levier d'enracinement en cherchant à se rendre indispensable à ses actionnaires, le dirigeant peut utiliser la politique de financement comme un levier d'action. Celle-ci permet, d'une part de financer les projets spécifiques et d'autre part d'élargir l'espace discrétionnaire des dirigeants, et ce par les mécanismes de gouvernance attachés aux différentes sources financières. Dès lors, l'équipe dirigeante est amenée à privilégier le mode de financement le moins contraignant. Ainsi, dans un premier temps, elle privilégie l'autofinancement, puis les fonds propres, puis l'endettement.

D'emblée, la politique de financement représente un levier d'action des dirigeants car elle leur facilite la mise en œuvre de leur stratégie. Traduire la stratégie de l'entreprise en action peut contribuer au changement des structures de gouvernance. Comment ?

⁶⁴ Peter Wirtz : « Politique de financement et gouvernement d'entreprise » Economica, Paris 2002, page 88.

L'obtention des ressources financières, jugées indispensables à la réalisation des divers objectifs de l'entreprise, modifie les structures de gouvernance en place dans la mesure où la disponibilité de ces ressources est assortie d'un nouveau mécanisme de gouvernance d'entreprise. Ainsi, le recours à la dette est assorti des clauses contractuelles et même parfois des exigences de représentation au sein des organes de contrôle. Cela dit, toute stratégie visant à créer de la richesse dépend de la politique de financement. Bien que cette dernière soit restreinte et conditionnée par les structures de gouvernance de l'entreprise, elle contribue à son tour à la modification de celles-ci (structures de gouvernance).

Il est important de signaler qu'au sein de l'entreprise, plusieurs facteurs et leviers contribuent à la création de valeur. A l'instar de la politique de financement qui est à la base de changement, le comportement de dirigeant et sa perception des opportunités constituent aussi un facteur de création de valeur. Selon la théorie de Douglas North, le dirigeant n'est plus conçu comme un relais passif sujette ou soumis aux contraintes des mécanismes de gouvernance de son entreprise, mais au contraire, il est conçu comme un agent actif susceptible de modifier les structures de gouvernance de l'entreprise dans laquelle il s'exerce. Et ce, grâce à ses compétences et à son schéma mental guidé par la recherche de création de valeur. Si le dirigeant réussit à modifier la structure de gouvernance de son entreprise permettant des gains d'efficacité, il contribue aussi à la modification du système de gouvernance englobant, et ce par voie d'imitation par les autres entreprises qui jugent positivement ce changement. C'est ainsi que le dirigeant peut contribuer à l'évolution institutionnelle.

Le changement des structures de gouvernance d'une entreprise ne dépend pas seulement des mécanismes d'incitation qui permettent aux dirigeants l'appropriation partielle de la richesse créée, mais aussi des moyens financiers mis à la disposition de l'entreprise pour réaliser un tel objectif. Ajouté à cela qu'une manipulation des structures de gouvernance par le dirigeant permet une réduction des coûts de transaction et un changement des conditions de répartition de la richesse «⁶⁵». Il est clair que la réduction des coûts de transaction engendre la création de valeur.

3/ Le lien de causalité entre la structure de gouvernance et la politique de financement

Une forte liaison caractérise la relation entre la structure de gouvernance et la politique de financement. D'une part, le dirigeant ne peut traduire en action sa stratégie qu'en disposant des ressources financières importantes qui jouent un rôle crucial dans la modification des structures de gouvernance existantes et, d'autre part, les structures de gouvernance contraignent les choix de financement auxquels le dirigeant peut faire appel. La politique de financement précède la structure ou les mécanismes de gouvernance dans la mesure où les ressources financières constituent une condition préalable pour l'implémentation d'une stratégie qui modifie les

⁶⁵ Peter Wirtz, Op. Citée page 59.

structures de gouvernance. Tel est le cas pour les OPA qui nécessitent des ressources financières importantes. Cette disponibilité de ressources financières peut même être utilisée pour contrer l'agresseur. Le dirigeant doit gérer dans l'intérêt des différentes parties prenantes notamment des actionnaires, car une stratégie adoptée non conforme aux intérêts initialement définis entraîne la suppression et le remplacement des structures de gouvernance inefficaces.

La politique de financement peut coïncider avec la nouvelle structure de gouvernance dans la mesure où l'actionnaire qui décide d'apporter de nouvelles ressources exige la mise en place de nouveaux mécanismes de contrôle, et ce afin de protéger ses intérêts contre toute spoliation. De plus, ce nouvel apport peut entraîner une dispersion du capital qui engendrera une dilution de contrôle modifiant, de ce fait, la structure de gouvernance en place. A son tour, la structure de gouvernance peut imposer des contraintes sur l'ensemble des choix de financement.

4/ L'impact de la structure de gouvernance sur la disponibilité des ressources financières

4-1/ Le dirigeant comme acteur actif de changement

Selon la théorie de Douglass North, le dirigeant n'est plus conçu comme un relais passif, mais un acteur actif et créatif contribuant au changement. Le dirigeant peut mettre en place une stratégie améliorant la situation de l'entreprise dans la mesure où elle assure une création de richesse et une rentabilité importante. Toutefois, la mise en œuvre de cette stratégie nécessite des fonds considérables, voire des ressources financières.

L'objectif du dirigeant s'oriente vers la levée des capitaux auprès des apporteurs de fonds, notamment des actionnaires qui contribuent pleinement au processus de création de valeur via leurs participations considérables. Mais les actionnaires n'accepteront d'investir que s'ils s'assurent de la protection de leurs intérêts contre toute spoliation. Dans ce cas, le dirigeant joue un rôle prépondérant dans la conviction des investisseurs en leur garantissant une meilleure protection de leurs intérêts. Cela dit, la disponibilité de ressources au sein de l'entreprise, constituant un levier d'action du dirigeant, dépend principalement du schéma mental de celui-ci et de son comportement vis-à-vis des investisseurs. Plus le dirigeant assure et garanti une protection des intérêts des apporteurs de fonds, plus il dispose de moyens financiers lui permettant d'élargir sa marge discrétionnaire, et par conséquent de mettre en œuvre sa stratégie. De plus, le dirigeant est censé mettre en place des mécanismes de gouvernance protégeant les intérêts des intervenants sur le marché financier à savoir : les actionnaires. Ceci renvoie directement à la favorisation des mécanismes de contrôle exigés par ceux-ci. Ces mécanismes ont pour rôle d'assurer une protection contre toute expropriation de la part de résultats revenant aux investisseurs.

Les structures de gouvernance influencent les choix financiers de l'entreprise dans la mesure où la modification de ces structures peut attirer ou éliminer les

opportunités de financement. Ainsi, l'introduction d'un nouveau mécanisme de gouvernance (un cadre légal) ayant pour objectif la protection des actionnaires minoritaires, incite ces derniers à participer massivement au capital social de l'entreprise. Par contre, le retrait par exemple de l'Etat des organes de contrôle, réduit certainement la contribution de celui-ci au financement de l'entreprise.

4-2/ La contribution des différentes parties prenantes au changement

Même si l'entreprise gérée par le dirigeant peut disposer des ressources financières constituant une condition préalable pour l'implémentation de sa stratégie, la mise en œuvre de cette stratégie peut susciter des réactions négatives de la part des différentes parties prenantes notamment des salariés d'une part, et de son environnement institutionnel d'autre part. Ainsi, une entreprise qui met en œuvre une stratégie entraînant la suppression d'emplois, et active dans un pays protégeant les intérêts des salariés peut ne pas atteindre son objectif. L'idéologie dominante ou le schéma mental partagé joue un rôle crucial dans l'implémentation de la stratégie de l'entreprise. Dès lors, les différentes parties prenantes peuvent se servir de l'idéologie dominante qui relève du niveau global afin de poursuivre leurs intérêts personnels ^{«66»}.

4-3/ Le système de gouvernance global et la politique de financement

Jusqu'à présent, on a étudié le changement des structures de gouvernance au niveau interne de l'entreprise. Ce changement est influencé par la latitude managériale dépendant des objectifs des intervenants au sein de l'entreprise. Il s'agit des objectifs des dirigeants qui jouent un rôle actif dans le changement des structures de gouvernance influençant, par conséquent, l'accès aux ressources financières. Une liaison dynamique caractérise le lien entre structure de gouvernance et politique de financement. Cependant, l'environnement institutionnel dans lequel active l'entreprise influe sur la politique de financement de celle-ci. D. North, dans ses travaux, explique que le schéma mental partagé est à l'origine du changement institutionnel. En effet, le système national de gouvernance d'entreprise (englobant) change en fonction de l'évolution de l'idéologie dominante ou des schémas mentaux partagés.

La relation entre gouvernance d'entreprise et la politique de financement n'existe pas indépendamment de l'environnement institutionnel. Il est vrai que le système national de gouvernance de l'entreprise joue un rôle crucial dans le choix de financement, voire dans le mode de financement appliqué à l'entreprise, mais n'induit pas une politique de financement précise de manière quasi automatique de la part des entreprises exerçant en son sein ^{«67»}. En effet, l'entreprise peut avoir le choix entre divers moyens de financement car celui-ci ne découle pas exclusivement des caractéristiques du système national de gouvernance d'entreprise, mais aussi du comportement managérial qui lui-même est influencé par le système national de gouvernance.

⁶⁶ Peter Wirtz, Op. Citée, page 114.

⁶⁷ Peter Wirtz, Op. Citée page 118.

Comme le système national de gouvernance d'entreprise influence la politique de financement de celle-ci, son changement et son évolution dans le temps aura un impact sur les possibilités de financement. Ainsi, le développement du marché des capitaux ou du rôle de la banque centrale modifie le périmètre des sources de financement. La relation est très dynamique. En effet, le recours permanent et continu des entreprises exerçant dans un environnement institutionnel donné à un certain type de financement, contribue d'abord au changement des mécanismes de gouvernance d'entreprise, qui influent certainement sur le système national de gouvernance. Ceci s'explique par la recherche d'un grand nombre d'entreprises de nouvelles sources financières qui induisent le changement des structures de gouvernance, en mettant en place de nouveaux mécanismes intentionnels ou spontanés. Ces derniers entraînent à leur tour le changement du système national de gouvernance dans la mesure où le changement des structures de gouvernance concerne un grand nombre d'entreprise.

Concernant l'Algérie, on constate que la politique de financement appliquée aux entreprises, de l'indépendance jusqu'à nos jours, est tributaire du cadre institutionnel dans lequel s'exercent celles-ci. En effet, avant la mise en œuvre des réformes économiques, le financement de l'économie algérienne était fondé sur le secteur bancaire voire sur l'épargne budgétaire. Celui-ci était constitué, outre la banque centrale, de cinq banques publiques issues de la nationalisation des banques françaises en 1966, d'une banque d'investissement et d'une caisse d'épargne. Les banques étaient spécialisées par secteur d'activité et constituaient un moyen d'application de la stratégie de l'Etat. A la fin des années 80, la chute brutale des prix du pétrole et la dévaluation du dinar, ont changé les conditions de l'environnement dans lequel s'exerce l'entreprise. Ainsi, les entreprises qui étaient financées par l'Etat, assistaient de plus en plus à un désengagement de celui-ci. L'Etat entamait son désengagement du financement de l'économie en encourageant le secteur bancaire à être plus actif et plus adapté aux nouvelles conditions économiques.

En effet, l'assainissement et la restructuration du secteur industriel avaient nécessité aussi l'assainissement des portefeuilles des banques dès 1989. Ces dernières se sont transformées en sociétés par actions et sont soumises de ce fait aux règles du code de commerce. Outre le financement par le canal bancaire, l'Etat avait mis en 1996 un autre mode de financement par le marché direct ou bien le marché des capitaux. Et ce, pour créer un cadre institutionnel, favorisant l'adaptation à l'économie de marché et facilitant notamment la privatisation des entreprises publiques algériennes.

L'ouverture de l'économie algérienne sur l'international et la privatisation offrent d'autres opportunités pour le développement et d'autres types de financement tels que : le financement de type leasing ou capital-risque. De ce fait, l'Etat avait mis en place un cadre institutionnel garantissant les droits des investisseurs notamment étrangers en Algérie. Il est important de signaler que les modes de financement appliqués en Algérie, notamment après les réformes économiques, ont un impact sur les mécanismes de gouvernance des entreprises. Ainsi, les entreprises algériennes

faisant appel aux banques sont contraintes à répondre aux exigences de ces organismes en matière de gestion, de la qualité de service, de rentabilité et de solvabilité. Quant aux entreprises algériennes ayant recours au marché direct (financier), elles privilégient la transparence, la symétrie informationnelle et le contrôle. Cela dit, les modes de financement, directs ou indirects, influencent les mécanismes de gouvernance des entreprises. Cette relation est dynamique car les modes de gouvernance appliqués au sein des entreprises publiques et privées, peuvent déterminer en même temps et à leur tour le mode de financement le plus adéquat à la structure de celles-ci. Ainsi, une entreprise publique privatisée par l'ouverture de son capital privilégiera plus le financement par le marché financier, et appliquera de ce fait les mécanismes de gouvernance correspondant à ce mode de financement. Une forte relation caractérise donc la politique de financement et les modes de gouvernance. Toutefois, ces derniers ne doivent pas se limiter à la résolution des problèmes d'ordre disciplinaire, en gérant dans l'intérêt des actionnaires pour éviter les conflits d'intérêt avec les dirigeants. Ces conflits peuvent relever aussi des problèmes cognitifs liés à l'incompréhension et à l'incompétence des dirigeants, qui certes se répercutent sur les décisions stratégiques notamment en matière d'investissement.

Dans ce chapitre, nous avons étudié la gouvernance et ses principes dans une approche disciplinaire, fondée sur la relation entre les investisseurs conçus comme les principaux financiers de l'entreprise et les dirigeants jouant un rôle crucial dans le développement de l'entreprise. L'approche disciplinaire de la gouvernance milite pour une gestion des dirigeants conforme aux objectifs des actionnaires. Et ce, en mettant en place des mécanismes d'incitation et de contrôle des dirigeants. Ces derniers seront contraints donc à opter pour des projets ou des investissements rentables, considérés comme une donnée exogène. Selon l'approche disciplinaire, les mécanismes de gouvernance à savoir d'incitation et de contrôle permettent de réduire les conflits d'intérêts, dans la mesure où les dirigeants choisissent les meilleures opportunités d'investissement assurant une meilleure rentabilité et supposées comme une donnée exogène. De ce fait, la création de valeur relève purement d'une approche disciplinaire où il suffit de discipliner les dirigeants ou d'aligner leur comportement sur l'objectif des investisseurs pour déduire que l'entreprise crée de la valeur. L'approche disciplinaire de la gouvernance relève des principes de la théorie de l'agence. Par ailleurs, la création de valeur n'est pas réductible à une question de discipline où le problème de la gouvernance consiste simplement à exercer de la discipline pour que le dirigeant exploite au mieux les opportunités de création de valeur. En effet, l'une des principales conditions de la création de valeur est l'innovation qui dépend des compétences et des connaissances spécifiques des dirigeants. Ici, l'objectif de la gouvernance pour créer de la valeur ne se limite pas au meilleur choix entre plusieurs opportunités d'investissement supposées connues; il est aussi lié à la conception des projets, laquelle dépend certes des connaissances, des compétences et des capacités organisationnelles.

L'importance des mécanismes disciplinaires et cognitifs dans le processus de création de valeur dépend des différentes étapes du développement de l'entreprise et du secteur d'activité. Ainsi, une entreprise en phase de démarrage et de lancement privilégie les mécanismes cognitifs comme source de création de valeur, puisque son

développement est tributaire de l'innovation et des compétences des bailleurs de fonds. Et une entreprise, s'exerçant dans un secteur en phase de maturité, privilégie les mécanismes disciplinaires puisqu'elle est censée acquérir une certaine technologie et expérience professionnelle d'une part, et ouvrir son capital à d'autres investisseurs d'autre part. Ce qui rend donc les problèmes d'agence plus aiguë.

En matière de gouvernance, la création de valeur trouve ses origines dans la bonne gestion des relations entre les dirigeants et les actionnaires. Elle est assurée par la mise en place, tantôt des mécanismes disciplinaires, tantôt des mécanismes cognitifs, selon le stade de développement de l'entreprise. Ainsi, au stade où la valeur dépend de la conception des projets inédits et de l'innovation, les mécanismes cognitifs prennent le pas sur les mécanismes disciplinaires et en phase d'ouverture du capital, la valeur dépend d'une bonne gestion qui soit conforme aux objectifs de tous les intervenants au sein de l'entreprise, et ce grâce aux mécanismes disciplinaires. Le rapprochement des deux approches, disciplinaires et cognitives, est jugé crucial et indispensable pour une gestion efficace permettant la création de valeur.

Conclusion du chapitre

Dans une économie libérale de plus en plus ouverte sur l'économie mondiale, l'entreprise doit jouer un rôle actif lui permettant d'assurer sa flexibilité devant un nombre accru de concurrents internes et externes. Cela nécessite une gestion rationnelle de ses ressources notamment externes provenant des créanciers et des actionnaires. La décision de ces derniers quant au financement de l'entreprise dépend des perspectives importantes de croissance et de performance financière. L'objectif des actionnaires qui s'intéressent au devenir de l'entreprise à long terme, est la maximisation de richesse qui ne peut se réaliser qu'à long terme. En effet, la maximisation de richesse est tributaire d'une part des décisions financières adoptées par les dirigeants et, de d'autre part, de la contribution des autres partenaires de l'entreprise. C'est ce qui rend le rôle des dirigeants difficile de plus en plus.

Ceci étant, le système de gouvernance joue un rôle important dans le développement de l'entreprise, en mettant en place des facteurs susceptibles d'alléger les relations entre les différentes parties prenantes composant l'entreprise. Il s'agit des politiques de rémunération et de contrôle incitant les cadres dirigeants et les cadres salariés à opter pour des décisions stratégiques (projets d'investissement rentables, réduction des coûts, gestion rationnelle des ressources) allant dans l'intérêt de l'entreprise et de l'actionnaire. Tout au long de ce chapitre, on a replacé la création de valeur dans le cadre de la politique de gouvernance. Toutefois, la création de valeur ne se limite pas à une bonne gestion des relations entre les parties prenantes, elle est aussi tributaire d'une bonne gestion dans la prise de décisions en l'occurrence d'investissement. Dès lors, il y a lieu de s'interroger sur l'apport des décisions d'investissement à la création de valeur. Cela, fera l'objet du deuxième chapitre.

Chapitre II

La décision d'investissement et le
processus de création de valeur
au sein de l'entreprise

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

Introduction du chapitre

Une bonne gouvernance doit normalement conduire les entreprises à sélectionner les investissements de façon plus rigoureuse⁶⁸. Ce qui permet à l'entreprise d'avoir un niveau de disponibilités plus élevé et d'attirer plus d'investisseurs. En effet, les actionnaires ne prétendent à investir dans une entreprise que s'ils s'assurent d'une bonne gestion en matière de prise de décisions stratégiques (investissements et financement), d'une diffusion de l'information à tous les niveaux hiérarchiques, d'un traitement équitable des parties prenantes notamment des actionnaires (majoritaires et minoritaires) et d'une bonne politique de rémunération instaurant de la confiance au sein de l'entreprise. Ce sont autant de facteurs qui contribuent et participent à la création de valeur car dans de telles conditions, certes, les dirigeants optent pour des décisions financières conformes aux intérêts des actionnaires. De plus, ces facteurs renforcent de plus en plus la confiance des investisseurs, permettant aux entreprises de lever des capitaux sans difficultés et par conséquent lancer leur stratégie d'investissement sans contrainte financière.

La levée des capitaux est jugée indispensable et cruciale pour qu'une entreprise investisse. Cela dit, il y a une forte liaison entre la gouvernance, l'investissement et la création de valeur. Ainsi, une entreprise ne peut créer de la valeur qu'en investissant dans des projets rentables dont la réalisation dépend d'une bonne gestion et de sa capacité financière. Et les actionnaires n'investissent que dans des entreprises assurant la rentabilisation de leur fonds et gérant dans une optique de valeur. Dès lors, l'entreprise doit être en mesure d'investir dans des projets rentables pour qu'elle satisfasse ses investisseurs d'une part, et évite la menace d'une prise de contrôle d'autre part.

La décision d'investissement est une décision fondamentale, elle permet une meilleure adaptation aux fluctuations de l'environnement dans lequel évolue l'entreprise. Cette adaptation est jugée cruciale et primordiale pour assurer la survie de celle-ci. La loi stipule qu'une entreprise qui ne s'adapte pas à son environnement, disparaît du marché. De ce fait, les entreprises s'efforcent de s'adapter à toutes les situations de l'environnement dans lequel elles s'exercent, en ayant pour objectif la maximisation de la rentabilité de leurs projets d'investissement. Dans ce cadre d'analyse, la décision d'investissement est très déterminante et représente une source de création de valeur incontournable.

Toutefois, la réalisation ainsi que la maximisation de la rentabilité des projets diffèrent selon que l'entreprise active dans un environnement certain ou incertain. Dans le premier cas, l'entreprise est censée maîtriser toutes les composantes de son environnement vu qu'elle s'exerce dans un cadre d'hypothèses irréalistes comme la perfection des marchés financiers, absence des coûts de transaction, la neutralité de la fiscalité et l'absence de conflits d'intérêts entre les dirigeants et les investisseurs.

⁶⁸ Pascal Nguyen, Sophie Nivoix : « L'impact de la gouvernance sur le niveau des disponibilités des entreprises : le cas du Japon », Revue Finance Contrôle Stratégie-Volume 14, n°4, décembre 2011, Page 84

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

Quant au deuxième cas, il est plus réaliste car l'environnement est de plus en plus ouvert et complexe. Celui-ci se caractérise par l'incertitude et ses composantes ne peuvent être ni anticipées, ni prévues. Ceci exige des entreprises une meilleure évaluation de leurs projets en tenant compte, notamment du facteur risque défini comme un aléa sur les résultats futurs. La prise en compte du prix du risque, dans l'estimation et l'évaluation des investissements, est indispensable pour que l'entreprise réussisse sa stratégie dans un contexte de plus en plus complexe.

L'objectif de ce chapitre est d'étudier l'apport de la décision d'investissement à la création de valeur, tout en tenant compte des contraintes auxquelles l'entreprise peut s'exposer. Il sera scindé en deux sections. La première traite de la politique d'investissement, dans différents contextes, comme moteur de création de valeur. La deuxième traite de l'évaluation des projets et la création de valeur car l'entreprise peut être exposée à plusieurs risques provenant de son environnement précaire et instable, et elle doit être en mesure d'y faire face pour qu'elle crée de la valeur.

Section 1 : L'investissement : l'assise de la création de valeur

Un projet d'investissement commence généralement par l'objectif d'augmenter la richesse des actionnaires, en lançant un nouveau produit, ou en améliorant le processus de production ou d'un produit existant. ⁶⁹ En effet, grâce aux mécanismes de gouvernance, les dirigeants sont incités à saisir les opportunités d'investissement les plus conformes aux objectifs des actionnaires. Pour cela, l'investissement est considéré comme l'assise de création de valeur.

Comme on l'a étudié au premier chapitre de ce travail, il est important de passer d'abord en revue l'apport de la théorie financière traditionnelle néo-classique à la décision d'investissement, pour ensuite resituer cette décision dans un cadre théorique plus réaliste, incluant plus de paramètres internes et externes qui sont en mesure d'influencer les décisions stratégiques de l'entreprise.

1/ La représentation néo-classique du processus d'investissement

Selon la théorie financière traditionnelle, l'entreprise est réduite à une unité homogène et s'exerce dans un environnement parfait sans obstacles relatifs à l'asymétrie informationnelle entre les agents, la rationalité limitée et l'individualisme des agents, pouvant entraver l'activité de l'entreprise. En effet, cette théorie est normative et s'explique dans un cadre d'hypothèses qui portent sur la perfection informationnelle et la rationalité illimitée des acteurs réduits aux actionnaires, dirigeants et créanciers financiers. Dans un tel contexte, la gestion dans l'intérêt des actionnaires est certaine et a pour corollaire l'absence de conflits d'intérêts, la complétude des contrats et l'absence de coûts. De plus, cette théorie considère que les flux d'investissement sont donnés de façon exogène. Ils sont indépendants des

⁶⁹ Zvi Bodie et Robert Merton : « Finance », Pearson Education, Paris 2011, Page 193.

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

objectifs de l'entreprise et de sa politique de financement. Ceci indique qu'il y a une séparabilité entre les choix d'investissement et de financement.

Cette théorie se base sur des règles normatives, visant à choisir les investissements optimaux, qui permettent de maximiser la richesse des apporteurs de fonds voire des actionnaires. Ces derniers disposent de deux principaux droits relatifs à la prise de décision et l'appropriation de la rente, c'est-à-dire des flux résultant des investissements entrepris. Les actionnaires sont considérés comme les propriétaires exclusifs de la firme et de ce fait, la rente dégagée des investissements entrepris leur revient de droit.

La théorie financière traditionnelle stipule que l'attraction et la satisfaction des actionnaires ne peut se faire qu'en mettant en place un critère d'évaluation des investissements, telle que la valeur actuelle nette (VAN) qui mesure la richesse créée pour les actionnaires. Et ce, en mettant en relation les flux issus des investissements et les montants investis. Conformément à ce critère, l'entreprise peut déterminer parmi un ensemble de projets, le niveau optimal d'investissement; accepter le projet s'il est rentable et accepter plusieurs projets à VAN positive (maximiser la somme des VAN des projets à entreprendre).

Selon cette approche, le choix des investissements se fait dans un cadre neutre de risque. L'absence de risque rend inutile la distinction entre les apporteurs de fonds soit entre les actionnaires et les créanciers, ou entre les actionnaires et les dirigeants. Dès lors, le coût du capital ou de financement est égal au taux d'intérêt unique qui prévaut sur le marché financier parfait, et la richesse des actionnaires est maximisée dès que les décideurs choisissent ou optent pour des investissements à VAN positive. Toutefois, la théorie financière néo-classique sera aménagée pour introduire les facteurs risque-fiscalité et le caractère optionnel dans le choix des investissements.

1-1/ Introduction du facteur risque comme premier aménagement de la théorie financière néo-classique

Vers les années soixante, Lintner et Sharpe (1965) ⁷⁰ ont introduit la notion de risque pour tenir compte de l'évolution du marché dans lequel s'exerce l'entreprise. Les flux d'exploitation des projets seront actualisés à un taux tenant compte de la prime de risque qui sert à dédommager le risque pour les actionnaires, c'est-à-dire en tenant compte uniquement du risque systématique (ou non diversifiable) ⁷¹. Ce modèle considère deux catégories d'acteurs : les actionnaires et les créanciers, et seuls

⁷⁰ Sharpe W. F: Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk, Journal of Finance, (September 1964) PP.725-742; et Lintner: "The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets", Review of Economics and Statistics, (February 1965) PP. 13-37.

⁷¹ Gérard Charreaux : « Théorie financière et stratégie financière », revue française de gestion, n° 160/2006, Page 117.

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

les actionnaires encourent le risque puisque les actifs assimilés aux titres de créances sont considérés sans risque selon ce modèle.

Dans ce cadre d'analyse, la capacité d'anticipation rationnelle qui caractérise les actionnaires permet à ces derniers un meilleur ajustement au risque, car la perfection du marché et la certitude leur permettent d'anticiper les espérances de rentabilité et d'intégrer le risque sous forme d'une prime quantifiable dans le coût du capital. Ce dernier tient compte, à la fois, du coût de la dette et du coût des fonds propres. Suivant ce modèle, la prime de risque est intégrée que dans les fonds propres représentant la part de fonds apportés par les actionnaires encourant eux seuls le risque. Toutefois, en l'absence d'imperfection du marché; la création de valeur ne dépend ni de sa répartition, ni de mode de financement. L'introduction du risque dans un cadre théorique parfait notamment en matière d'information, rend inutile la comparaison entre la décision d'investissement et de financement. Le principe de la séparabilité entre ces deux décisions est toujours maintenu malgré le facteur risque introduit.

1-2/ Réaménagement de la théorie financière par l'introduction de la fiscalité

L'introduction de la fiscalité implique un transfert de richesse des actionnaires vers l'Etat. Le montant de cette richesse dépend de l'endettement, en raison de la déductibilité des intérêts. Ainsi, une entreprise qui s'endette supporte des charges financières qui certes réduisent le résultat à imposer, et par voie de conséquence, le montant à payer à l'Etat. Les entreprises endettées sont censées créer de la valeur, du fait qu'elles bénéficient des économies d'impôt sur frais financiers. En dépit de l'introduction de la fiscalité, les flux issus de l'investissement sont considérés toujours indépendants de la répartition de la rente et de mode de financement et par conséquent, il y a une forte indépendance entre la politique d'investissement et de financement. Cette indépendance réduit la problématique d'investissement à une simple question d'évaluation, où il est utile de choisir les projets les plus rentables et dont les flux sont donnés d'une façon exogène.

De plus, vers les années 70, cette théorie a connu un réaménagement quant au caractère optimal des investissements. Selon la théorie des options, la décision d'investissement est réversible puisque les dirigeants disposent de la latitude décisionnelle quant au choix de la dimension temporelle. Les décideurs ne s'engagent dans des projets qu'aux moments opportuns, leur permettant d'atteindre leurs objectifs dans les meilleures conditions.

De plus, les pionniers de cette théorie (Black et Scholes (1972)) ⁷² considèrent que l'action représente une option d'achat sur les actifs réels de l'entreprise, indiquant de ce fait que les actionnaires sont concernés directement par les projets de l'entreprise. Ainsi, les actionnaires d'une entreprise endettée préfèrent opter pour des projets à forts risques, du fait qu'ils renforcent leur richesse via la prime de risque.

⁷² Black F. et Scholes M., Op. Citée, Pages 637-659.

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

Ceci indique qu'il y a une liaison entre la politique de financement et d'investissement, mais dans un contexte caractérisé par l'asymétrie informationnelle où les créanciers n'aperçoivent pas le transfert de leur richesse. Toutefois, la théorie financière traditionnelle fait abstraction de toute contrainte environnementale, en particulier de celle associée à l'information, ce qui permettra donc aux créanciers d'ajuster leur rémunération de façon à être dédommagés pour le risque de transfert de richesse. Les flux issus des investissements restent donc donnés d'une façon exogène et les politiques de financement et d'investissement sont toujours indépendantes.

Jusqu'à présent, on a considéré la politique d'investissement dans un cadre néoclassique, faisant abstraction de toute contrainte interne ou externe à l'entreprise. L'environnement est parfait, les individus sont rationnels dans leurs décisions et l'information est parfaitement circulée et maîtrisée. Ces conditions facilitent l'activité de l'entreprise en la limitant à une "boîte noire" servant à transformer les maints facteurs de production en biens et services destinés à la vente. Il en est de même pour l'investissement qui, dans ce contexte, se limite à une simple question d'évaluation dont les flux d'exploitation sont exogènes et indépendants des aspects organisationnels.

Dès lors, la création de valeur ou de richesse dépend exclusivement des investissements à VAN positive, sans pour autant intégrer d'autres facteurs organisationnels, influençant le processus de création de valeur. Tout projet qui crée de la richesse ou qui a une valeur actuelle nette positive, peut être considéré comme désirable. Tout projet qui ne satisfait pas ce critère devrait être rejeté ⁷³. La théorie financière néo-classique est absente de toute dimension organisationnelle. Elle est contestée en raison de l'analyse de la décision d'investissement limitée à l'évaluation d'une part et, d'autre part, de sa validité que dans un contexte parfait ou un cadre d'hypothèses non réelles. En effet, les pionniers de cette contestation remettent en cause la définition de la firme comme unité homogène et donnent naissance à une firme complexe. L'entreprise est représentée comme un nœud de contrats et regroupe plusieurs individus ayant des intérêts divergents et exerçants dans un environnement imparfait où l'incertitude, l'asymétrie informationnelle et l'opportunisme des individus règnent. La création de valeur ne sera plus limitée à l'évaluation des investissements, elle sera associée aux aspects organisationnels car la politique d'investissement sera indissociable des opérations de financement et de répartition de la rente.

Ces contestations ont donné naissance par la suite à une approche financière-organisationnelle, dont l'objectif principal est d'apporter des solutions aux différentes distorsions des décisions d'investissement engendrées par l'imperfection des marchés.

La décision d'investissement, dans un environnement incertain et imparfait, est affectée par les différentes contraintes internes et externes associées à l'incertitude environnementale. Il s'agit des contraintes liées à l'opportunisme des parties

⁷³ Eric Vatteville : « La création de valeur : de l'exclusivité actionnariale à la diversité partenariale ? », Revue management & avenir, n°18, Page 89.

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

intervenant au sein de l'entreprise, l'asymétrie informationnelle engendrant des conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes (actionnaires, dirigeants, créanciers financiers), l'incertitude et la rationalité limitée notamment quant à l'appréhension des flux d'investissement au-delà d'un certain horizon.

2/ La décision d'investissement et l'imperfection du marché : quel impact sur la création de valeur ?

En tenant compte de l'imperfection du marché, l'entreprise est sujette à plusieurs contraintes pouvant influencer ses décisions stratégiques en particulier d'investissement, ayant un impact direct sur la rentabilité. Ces contraintes empêchent l'entreprise d'atteindre l'optimum permettant de réaliser des projets qui maximisent la valeur créée. De ce fait, les entreprises peuvent sous ou sur investir par rapport à l'optimum défini selon le modèle néo-classique.

Dans un contexte imparfait, le comportement des agents est aussi imparfait, notamment en matière de prise de décision. L'hypothèse de la rationalité illimitée et substantielle est remise en cause dans ce contexte car les agents ne sont pas en mesure d'appréhender les flux d'investissement au-delà d'un certain horizon. Ils se caractérisent par l'incapacité à prévoir et à maîtriser toutes les situations qui peuvent se présenter. Ajouter à cela, le caractère limité en effort fourni et de leurs capacités cognitives qui conduisent à la faillibilité quand les dirigeants rejettent les bons projets et acceptent les mauvais ⁷⁴. Ainsi, ils peuvent choisir des projets non pas sur la base de la valeur qu'ils procurent mais sur la base de leurs utilités spécifiques qu'ils leurs procurent. Tel est le cas des projets permettant la distraction des dirigeants. En l'absence de solution à cette distorsion, certes, l'entreprise favorisera les investissements à court terme pour éviter tout risque lié à la rationalité limitée des dirigeants.

L'hypothèse de l'information parfaite est remise en cause car dans un environnement imparfait, l'asymétrie informationnelle règne et engendre de ce fait des conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes contribuant au développement de l'entreprise.

Toutes les parties prenantes s'intéressent au devenir de l'entreprise dans laquelle elles participent. Toutefois, elles peuvent être trompées par les informations diffusées, car ces dernières deviennent de plus en plus manipulées par la direction ou les actionnaires actuels. Ces derniers détiennent des informations sur les caractéristiques du projet qui ne sont pas accessibles ni aux créanciers, ni aux actionnaires potentiels. Ce différentiel d'information peut aller jusqu'à créer un risque de substitution d'actifs ⁷⁵ où les créanciers peuvent assister à un détournement de leurs fonds au financement de projets autres que ceux pour lesquels le contrat de prêt a été établi. C'est ce qui conduit les créanciers à procéder au contrôle et à exiger de plus

⁷⁴ Gérard Charreaux : « Image de l'investissement », Vuibert, Paris, 2001, Page 24.

⁷⁵ Gérard Charreaux : « Image de l'investissement », Op. Citée, Page 27.

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

en plus des primes de risque. Ces mécanismes engendrent des coûts d'agence élevés qui affecteront la création de valeur. Le conflit d'intérêt, existant entre les créanciers et les actionnaires, conduit à une destruction de la valeur dans la mesure où les actionnaires renoncent aux projets d'investissement même rentable. Il en est de même pour les créanciers qui peuvent refuser de financer des projets dont l'information sur leurs flux potentiels est asymétrique. L'entreprise peut remédier à ces conflits en identifiant son objectif global à celui des actionnaires, et en articulant la nature de ses actifs à un mode de financement adéquat.

La création de valeur par l'investissement peut aussi être affectée par les conflits d'intérêts qui existent entre les actionnaires majoritaires et minoritaires, ou entre les actionnaires actuels (internes) et potentiels. Ainsi, les actionnaires internes ont un accès privilégié à l'information et le financement interne devient moins onéreux que le financement externe. Un tel biais engendre une préférence pour les investissements à court terme car la génération des flux de liquidité à court terme facilite la reconstitution des liquidités internes et éloigne le recours au financement externe. Ceci affecte le choix d'investissement, et par conséquent, la création de valeur dans la mesure où les entreprises préfèrent investir dans des projets à délai de récupération bref et elles ne tiennent pas compte des flux de liquidité qui peuvent être générés au-delà du délai de récupération. Quant aux conflits d'intérêts entre les actionnaires majoritaires et minoritaires, ils affectent la création de valeur dans la mesure où les actionnaires dominants cherchent à investir dans des projets qui sont les plus conformes à l'équilibre de leurs portefeuilles en termes de liquidités et de valorisation ^{«76»}, ce qui favorise donc le recours aux investissements à court terme qu'à ceux à long terme.

Dans plusieurs des cas, les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants contribuent au sous investissement et donc à la destruction de la valeur. Les décisions des dirigeants ne vont pas de pair avec l'objectif de création de valeur pour l'actionnaire. En effet, les dirigeants cherchent à opter pour des projets leur permettant de maximiser la valeur de leur capital humain en construisant un certain savoir-faire, ou pour des projets incertains pour rendre leur éviction difficile et impossible.

De plus, la création de valeur peut être affectée par des variables externes à l'entreprise. Il s'agit du cadre institutionnel qui impacte les décisions d'investissement. Il est constitué des règles légales qui peuvent contraindre la réalisation des investissements, et par conséquent la création de valeur. Ainsi, l'environnement conçu comme une composante externe des systèmes de gouvernance, conditionne le processus d'investissement. Son influence dépend d'une part des dirigeants, voire de leurs schémas mentaux qui indiquent leurs perceptions de l'environnement et, d'autre part, des contraintes légales et objectives liées par exemple à la pollution, aux conditions d'augmentation de capital,...etc. En effet, lorsque les dirigeants perçoivent que les conditions d'augmentation de capital ne sont pas favorables et ne profitent pas

⁷⁶ Gérard Charreaux : « Image de l'investissement », Op. Citée, Page 28

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

à eux en raison, d'un cadre légale et juridique défavorable, ou d'une perception dont ils se considèrent comme les représentants des parties prenantes et non des seuls actionnaires; ils cherchent à opter pour des projets moins risqués pour faire courir moins de risque aux parties prenantes. De plus, de l'environnement peut provenir des contraintes liées à la culture nationale qui influence le processus de décision, telle qu'une culture hostile aux dirigeants, entraînant une faible implication de ces derniers dans les investissements de l'entreprise. Ceci a pour principal corollaire le recours au court-termisme. Dans ce cadre d'analyse, il y a lieu de constater que le choix des investissements dépend du contexte organisationnel et institutionnel. S'il est inadapté, il débouchera sur une sous-performance entraînant des problèmes liés notamment à la rentabilité. Ces problèmes causent à leur tour le détournement des parties prenantes, certes, défavorisées vers d'autres organisations plus performantes. Ce sont autant de facteurs qui entravent l'atteinte de l'optimum dans les décisions d'investissement, et donc la création de la valeur. Ceci nous amène à s'interroger sur l'existence de moyens de s'approcher de l'optimum dans un environnement imparfait.

3/ Quelles solutions pour l'imperfection du marché ?

L'imperfection du marché, due à plusieurs facteurs internes et externes aux organisations, est source de distorsions du processus de décision d'investissement. Il s'agit des facteurs liés aux problèmes d'ordre organisationnel et environnemental. La solution à apporter ne peut être fiable que si elle touche au centre du problème. Selon la théorie financière moderne, l'architecture organisationnelle en liaison avec les problèmes organisationnels peut être considérée comme un moyen permettant de se prémunir contre les différentes contraintes, et répondant à la création de valeur car elle permet une meilleure division des tâches. De ce fait, elle est articulée autour de deux dimensions qui constituent une taxinomie centrale.

La classification des tâches permet une meilleure répartition des responsabilités entre les différentes parties prenantes, et d'une façon équitable et adaptée au cadre juridique défini par l'entreprise. Ainsi, l'allocation des droits décisionnels et de contrôle au sein de l'entreprise constitue un facteur de bonne gestion, voire de gestion de qualité. Il incombe à chaque partie prenante des responsabilités bien définies, relatives au processus décisionnel et de contrôle. Le premier est lié à la gestion de la décision qui renferme les fonctions d'initiative et de mise en œuvre, consistant en l'étude des propositions et des possibilités inhérentes à l'utilisation des ressources. Le deuxième est lié au contrôle de la décision qui consiste en la ratification et la surveillance des décisions. En effet, les acteurs de contrôle, avant la mise en œuvre des décisions, vérifient et choisissent les propositions à mettre en œuvre de façon à ce qu'elles soient adéquates aux objectifs, voire à la stratégie de l'entreprise. De plus, il incombe aux contrôleurs des décisions de mettre en place un système d'incitation dont l'objectif est d'établir un lien direct entre la bonne gestion, voire la performance et les systèmes de sanctions et de récompenses appropriées. L'efficacité de l'architecture organisationnelle ne dépend pas seulement de l'allocation des droits décisionnels aux acteurs compétents et qualifiés, mais aussi de l'incitation de ces derniers au travail en

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

les soumettant à un système incitatif approprié pour prendre les décisions qui créent de la valeur.

Dans ce cadre d'analyse, la réussite de la stratégie d'investissement, devant des distorsions émanant de plusieurs facteurs, dépend de l'architecture organisationnelle. C'est la raison pour laquelle, l'analyse de l'investissement est indissociable du cadre organisationnel car les mécanismes organisationnels constituent un moyen de remédier aux distorsions induites par l'asymétrie informationnelle, les conflits d'intérêt et l'évolution de l'environnement.

3-1/ L'apport de l'architecture organisationnelle au processus de décision d'investissement

L'architecture organisationnelle est articulée autour de deux dimensions qui constituent une taxinomie centrale. Il s'agit de la dimension gestion et la dimension contrôle qui se caractérisent par une forte interaction. La direction ne peut valider et affirmer les décisions stratégiques sans l'approbation de l'organe de contrôle. Il en va de même pour ce dernier, puisque son rôle dépend des directives de l'organe de gestion, voire de la direction générale. Chacune de ces dimensions joue un rôle crucial dans la prise de décisions stratégiques allant dans l'intérêt de l'entreprise. Ceci nous amène à s'interroger sur l'impact des deux dimensions sur l'investissement.

3-1-1/ La direction générale et la création de valeur

Concernant l'organe de gestion, la direction générale exerce son influence en mettant en place plusieurs mécanismes administratifs dans lesquels les décisions et les actions des managers se développent. Ainsi, le rôle des dirigeants n'est pas réduit à la simple question d'acceptation ou de rejet de projets. Les dirigeants jouent un rôle important dans l'évaluation des capacités des managers qui leur proposent des projets et le contrôle des données présentées par les initiateurs de projets, en recourant aux services d'audit et contrôle de gestion. De plus, la direction générale peut générer des investissements importants comme dans certains pays où il a été constaté, par les analystes, que le changement de l'équipe dirigeante a été suivi des investissements importants, indiquant de ce fait la capacité et les compétences de la nouvelle direction, et même l'adéquation des projets réalisés aux attentes stratégiques de la direction. La direction générale peut aussi influencer les décisions d'investissement via les critères financiers qu'elle utilise.

3-1-2/ L'organe de contrôle et la création de valeur

Une bonne gestion ne se limite pas au seul rôle de la direction générale, elle doit s'accompagner d'un contrôle de qualité permettant de vérifier l'adéquation des réalisations aux objectifs prédéfinis. Ce rôle est assuré par la fonction contrôle qui échoit au conseil d'administration.

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

Aujourd'hui, le contrôle par le conseil d'administration est l'un des processus dont dépend le gouvernement des entreprises. Ce contrôle peut être effectué par des agents internes impliqués dans le fonctionnement de l'entreprise. Comme, il peut s'effectuer par des acteurs externes ou indépendants, n'ayant aucune relation fonctionnelle avec l'entreprise. Le premier type de contrôle résulte de la stratégie mise en œuvre par l'entreprise elle-même, quant au deuxième, son objectif est d'assurer un contrôle de qualité.

L'objectif de contrôle d'investissement est d'assurer la performance du processus d'investissement sans pour autant le centraliser. Ce contrôle porte principalement sur le respect des contraintes légales et des délais de réalisation, et sur la comparaison entre les flux financiers prévus et réels.

Certes, un contrôle de qualité assure une meilleure performance dans la prise de décisions et même dans le respect des règles inhérentes à l'utilisation des ressources et donc à l'investissement. Ceci influence directement la création de valeur dans la mesure où l'architecture organisationnelle, composée d'une direction générale située au sommet de l'entreprise et d'un organe de contrôle, contribue efficacement à remédier aux distorsions des investissements liées aux facteurs d'incertitude, d'asymétrie informationnelle et de rationalité limitée des individus.

Toutefois, la réussite du processus d'investissement ou de la stratégie d'investissement ne dépend pas exclusivement de la structure organisationnelle. Elle est aussi indissociable des processus d'évaluation, d'estimation de la rentabilité et même de contrôle pour créer de la valeur.

3-2/ La structure organisationnelle et le processus d'investissement

La gestion des investissements relative à l'allocation de ressources, la conception des investissements et leur contrôle est tributaire des structures de l'entreprise et du secteur d'activité dans lequel s'exerce et évolue celle-ci. Cela dit, les processus d'investissement diffèrent selon la structure organisationnelle de l'entreprise, c'est-à-dire selon les structures divisionnaires de type féodal, de type normale et de type "Bower-ABB-Burgelman". Par structure divisionnaire, on sous entend une organisation composée de plusieurs unités qui sont fortement indépendantes les unes des autres.

De type Féodal ⁷⁷, la gestion se caractérise par la délégation des pouvoirs. Le PDG délègue aux dirigeants la gestion de l'entreprise en fonction de la division ou des unités de celle-ci. La confiance entre le PDG et ses collaborateurs constitue le facteur clé de succès. Le type de ces structures se base beaucoup plus sur des relations de confiance pour mener à bien sa stratégie que sur des instruments de gestion (l'audit interne par exemple).

⁷⁷ Gérard Charreaux : « Image de l'investissement », Op.Citée, Page 97.

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

Quant aux structures de type normal, l'entreprise est gérée sur la base d'une batterie de ratios financiers ou commerciaux. Les responsables ne s'impliquent pas dans les opérations quotidiennes puisqu'ils utilisent des méthodes scientifiques. Les processus de conception des investissements sont basés sur l'attente des objectifs définis dans les ratios. Dès lors, les projets d'investissement doivent correspondre aux objectifs des ratios sélectionnés. Par exemple, l'existence d'un ratio de chiffre d'affaires par salarié engendrera des incitations aux investissements de productivité et à la modernisation de l'appareil de production. Cette structure d'organisation a fait l'objet de plusieurs critiques puisqu'elle entrave les politiques d'innovation et d'investissement sur le long terme d'une part et, d'autre part, elle conduit chaque dirigeant à se battre pour ses propres ratios. Ce qui entraîne l'affaiblissement de la coalition entre les unités de l'entreprise, bien que ce type de structure facilite à l'origine les collaborations et les communications informelles requises par le processus d'investissement.

La troisième structure est de type Bower-ABB-Burgelman ^{«78»}. Concernant Bower, son principe est que la direction générale fixe des objectifs généraux tels que : un taux de rentabilité, de croissance,...etc, et délègue la réalisation ainsi que l'atteinte de ces objectifs aux directeurs des unités ou de divisions, développant de ce fait leur propre politique générale.

Il en va de même pour la structure de type ABB qui, sauf, se caractérise par une forte autonomie des unités puisque l'initiative stratégique est du ressort des directeurs de celles-ci. Ce qui permet à la direction générale de s'empêcher à chaque fois sur des domaines qui sont du ressort des filiales et de sortir de son domaine propre, tout en cherchant à maintenir le fonctionnement du groupe tel qu'il est.

Quant aux structures de type Burgelman, l'initiative est du ressort des cadres et des chercheurs n'appartenant pas à la direction générale. De ce fait, l'initiative ne peut être acceptée par les dirigeants que s'ils s'assurent de son alignement avec les objectifs de l'entreprise. Ensuite, l'initiative sera intégrée dans la stratégie de l'entreprise. Delà, on constate que les processus d'investissement diffèrent selon les structures de type : Bower-ABB-Burgelman. De façon globale, les projets d'investissement sont influencés par la structure organisationnelle de l'entreprise. Ils ne sont que la résultante du mode d'organisation des activités qui conduisent à leur réalisation.

A chaque structure organisationnelle correspond des mécanismes ayant pour objet d'assurer les meilleures conditions de création de valeur, en réduisant tout conflit entre les parties prenantes en particulier entre les propriétaires et l'équipe dirigeante. Dans ce cas, cette dernière est amenée à s'appuyer sur des critères financiers permettant d'évaluer les conséquences financières des décisions d'investissement. Son recours à l'évaluation des investissements constitue un moyen d'aide à la prise de décision.

⁷⁸ Gérard Charreaux : « Image de l'investissement », Op. Citée, Page100.

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

Section 2 : L'investissement et l'évaluation : condition de la création de valeur

Aujourd'hui, l'entreprise évolue dans un environnement de plus en plus caractérisé par l'incertitude. Il est difficile, voire impossible de prévoir l'évolution de ses composantes notamment liées à la concurrence. Dans un tel contexte, la réussite de l'entreprise dépend d'une stratégie permettant d'optimiser sa rentabilité et donc de créer de la valeur. L'outil principal qui est au centre de la création de valeur est l'investissement. En effet, investir c'est consentir à décaisser aujourd'hui un certain montant avec l'espoir d'encaisser ultérieurement, sur plusieurs exercices, des sommes plus importantes permettant d'augmenter ainsi la valeur de l'entreprise et par suite, bien entendu le patrimoine des propriétaires. «⁷⁹» Dès lors, il est impératif que l'investissement soit en adéquation avec la stratégie globale de l'entreprise d'une part et créateur de valeur d'autre part.

L'objectif de cette section est d'étudier les conditions de création de valeur, en répondant à la question suivante : Dans qu'elle mesure les investissements entrepris par l'entreprise sont créateurs de valeur ?

1/ L'investissement inscrit dans la stratégie globale de l'entreprise : source de création de valeur

Porter (1980) a été le premier chercheur à établir une relation entre l'avantage concurrentiel d'une firme sur un marché concurrentiel et la création de valeur pour l'actionnaire. La mise en place d'une stratégie nécessite au préalable une étude du secteur dans lequel s'exerce l'entreprise et de la position concurrentielle de celle-ci. L'auteur a proposé une méthode permettant de choisir et d'identifier la stratégie qui permet de créer de la valeur. Il considère que cet attrait pourrait être déduit à partir du modèle des cinq forces concurrentielles qu'il a lui-même établies «⁸⁰». Il s'agit d'une concurrence provenant de plusieurs facteurs : les concurrents en place, les produits de substitution, les nouveaux entrants, le pouvoir des fournisseurs et des clients.

La politique d'investissement est au centre du processus de création ou de destruction de valeur. Pour réussir cette politique, il est impératif de l'inscrire dans la stratégie de l'entreprise. En effet, devant le nombre accru de concurrents caractérisant de plus en plus les marchés, l'entreprise ne doit pas subir les contraintes provenant de la conjoncture mais agir sur elles, en suivant l'évolution et le développement des conditions de son environnement. Et ce, en modifiant sa stratégie d'une façon est ce qu'elle soit adéquate à ces conditions. Ainsi, dans la mesure où l'entreprise tient compte à la fois de la concurrence, des préférences des consommateurs et de la conjoncture économique mondiale; elle réussit largement la rentabilisation de ses investissements. La création de valeur nécessite et dépend des décisions stratégiques telles que d'investissement susceptibles de déboucher sur des avantages compétitifs

⁷⁹ Jean-Guy Degos, Stéphane Griffiths : « Gestion financière, de l'analyse à la stratégie », Edition d'organisation, Paris, 2011, Page 215.

⁸⁰ Sélima Ben Ammar Ben Yedder, Op. Citée, Page 21.

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

réels et durables. De plus tenir compte des priorités des investisseurs fait intégralement partie de la stratégie ^{«81»}.

Les décisions d'investissement doivent être cohérentes avec la stratégie de l'entreprise car l'adoption d'un programme d'investissement influence l'ensemble de ses fonctions. Ainsi, une entreprise s'engageant à investir dans un domaine donné, ne doit pas chercher à évoluer en dehors de sa stratégie et à effectuer des études de marché sur un domaine autre son domaine prédéfinis.

L'adoption de toute stratégie nécessite une analyse stratégique des différents domaines d'activités de l'entreprise. Toutefois, avant d'investir, la stratégie de l'entreprise doit au préalable aller de pair avec l'objectif de création de valeur.

1-1/ La stratégie globale de l'entreprise orientée vers la création de valeur

L'élaboration d'une stratégie précise et conforme aux objectifs fondamentaux de l'entreprise constitue un des leviers de création de valeur. Elle constitue aussi un processus crucial parmi les processus fondamentaux de la création de valeur (allocation de ressources et planification, gestion de la performance, bonne gouvernance : rémunération et communication sur la valeur) ^{«82»}.

La stratégie trace les moyens d'aboutir à la maximisation de la valeur tels que la définition claire des objectifs et buts de l'entreprise, la vocation et l'activité principale de l'entreprise et les outils ainsi que les différentes techniques permettant de parvenir aux objectifs assignés. Il est important que l'entreprise intègre dans la formulation et le processus d'élaboration de sa stratégie l'objectif de la création de valeur. Ceci permet d'identifier les différents obstacles et les priorités réelles de l'entreprise d'une part et, d'autre part, d'assurer l'allocation des ressources aux différents domaines créateurs de valeur. En d'autres termes, l'allocation des ressources se fera d'une façon adéquate à l'objectif de création de valeur.

Toute entreprise, afin qu'elle réussisse sa stratégie, doit au préalable identifier les facteurs clés de son succès tout en tenant compte des différentes contraintes, provenant à la fois de facteurs internes et externes. Il s'agit de l'étude des forces et faiblesses de chacune de ses fonctions voire dimensions stratégiques (finances, marketing, production,...etc.), et des opportunités ainsi que des menaces de son environnement.

La stratégie répondant à l'objectif de création de valeur nécessite que l'entreprise dispose des compétences fondamentales, assurant un avantage concurrentiel crucial et durable. Celles-ci peuvent s'appuyer sur plusieurs facteurs tels

⁸¹ Emmanuelle Reynaud : « La création de valeur en stratégie », Revue Française de gestion, Volume 35, n° 196/2009, Page 110.

⁸² M. Ckinsey et Company, Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin : « La stratégie de la valeur », Organisation, Paris, 2003, Page 94.

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

que le savoir-faire, les techniques de production et de vente, permettant de ce fait de faire face à la concurrence en s'imposant sur le marché avec des produits de haute qualité sans une réelle alternative de substitution et répondant aux attentes des clients.

Les produits résultant des compétences fondamentales et des capacités d'innovation permettent à l'entreprise de fidéliser ses clients, d'améliorer son image et de créer de la valeur. Grâce à ces compétences l'entreprise est susceptible de dégager des avantages pour créer de la valeur. Il peut s'agir d'un avantage lié à la différenciation des produits par rapport à ceux fabriqués par les concurrents, à une production à moindre coût et au suivi de l'évolution des besoins des clients. La réussite de la stratégie de l'entreprise dépend des compétences de base qu'elle doit développer et traduire même dans ses produits pour une meilleure perception de la part des clients et donc du marché. Cela dit, la création de valeur dépend de la mise en place d'une stratégie de valeur. Laquelle nécessite une analyse stratégique du portefeuille d'activité de l'entreprise et des composantes de son environnement car, il est inutile d'exceller dans un domaine pour lequel il n'y a pas de demande. D'autant plus que l'inadéquation de la stratégie aux conditions du marché, notamment aux attentes des clients ne fait que perdre du temps et du capital à l'entreprise. Pour créer de la valeur, il est impératif d'orienter la stratégie de l'entreprise vers l'objectif de la création de valeur.

La création de valeur dépend de l'adoption d'une stratégie allant de pair avec l'objectif de valeur. Pour cela, la décision d'investissement est soumise à l'objectif de maximisation de la satisfaction des actionnaires. Sous l'hypothèse de l'aversion au risque, cette satisfaction est une fonction croissante de la rentabilité et une fonction décroissante du risque. ⁸³ Un investissement est créateur de valeur, si seulement s'il assure un rendement supérieur et excédentaire au capital initialement investi, voire au montant de la dépense nécessaire pour investir. De ce fait, l'entreprise doit veiller à accroître ses investissements, tout en tenant compte du facteur risque dont la maîtrise est à l'origine de création de valeur. Tous les investissements entrepris par l'entreprise doivent être rentables pour répondre aux objectifs de la stratégie de valeur. Dans le cas contraire, auquel cas où l'entreprise s'engage dans des projets et des investissements n'assurant même pas la récupération de la dépense initiale, l'investissement est destructeur de valeur.

1-2/ L'investissement comme locomotive de la stratégie et de la création de valeur

L'investissement représente un moyen d'action dans le cadre d'une stratégie car cette dernière ne sera mise en œuvre que par le lancement des investissements. De ce fait, il est impératif que ces investissements collaborent avec la stratégie de l'entreprise pour que celle-ci réussisse sa stratégie notamment de valeur.

⁸³ Inass El Farissi, Rachid M'Rabet : « Décisions financières de long terme », Economica, Paris, 2011, Page 145.

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

L'analyse stratégique s'appuyant sur les points forts et faibles de l'entreprise et sur l'analyse concurrentielle constitue un préalable pour toute action stratégique. L'entreprise doit d'abord situer et positionner ses activités ou son portefeuille d'activité par rapport à deux principaux facteurs : la part de marché et le taux de croissance. Il s'agit de la matrice d'allocation de ressources du Boston Consulting Group (BCG) pour laquelle les segments d'activités occupent différentes positions sur le marché. Il y a des segments à faible croissance mais dans lesquels l'entreprise détient une part de marché importante ; des segments en forte croissance et dans lesquels l'entreprise occupe une position dominante ; des segments en forte croissance mais à une faible part de marché et des segments à la fois faible quant à leur croissance et à la part de marché occupée. C'est à partir de là que l'entreprise définit ses choix stratégiques, en optant pour le développement de certains segments ou au contraire pour le retrait et l'abandon de certains de ces segments. Ici, l'investissement joue un rôle crucial car il constitue le moyen d'action des choix stratégiques. Une forte liaison doit caractériser les choix stratégiques et l'investissement, en d'autres termes, l'entreprise doit veiller à articuler les choix d'investissement avec sa stratégie.

Grâce aux investissements, l'entreprise s'adapte à son environnement et améliore sa position concurrentielle de manière à créer et à accroître de la valeur.

Pour réussir sa stratégie de valeur, il est impératif que l'entreprise s'engage dans des opérations d'investissements créatrices de valeur, en articulant à la fois ses choix d'investissement avec son analyse stratégique, c'est-à-dire avec les activités créatrices de valeur. En effet, toute entreprise ayant pour objectif la création de valeur doit mettre en place une cartographie de valeur ^{«84»} jugée indispensable pour définir et réussir les différents choix d'investissement. Cette cartographie de la valeur est conçue comme un outil utile pour investir dans le bon sens, c'est-à-dire dans des projets rentables, n'entraînant pas la perte des ressources, aussi bien matérielles qu'immatérielles, destinées aux projets.

La cartographie de la valeur consiste à positionner le portefeuille d'activité de l'entreprise en fonction de sa contribution à la création de richesse. Les activités créatrices de valeur et celles qui ne le sont pas seront situées sur un graphe dont l'axe des abscisses représente le capital investi et l'axe des coordonnées représente la valeur créée. L'objectif de ce positionnement est de comparer le rendement créé, voire la valeur créée au niveau du capital employé ou des ressources utilisées. De ce fait, les activités de l'entreprise peuvent être segmentées en activités dont la valeur créée peut être équivalente, supérieure ou inférieure aux ressources utilisées. C'est à partir de là que l'entreprise articule ses choix d'investissement avec l'analyse stratégique via la cartographie de la valeur, et ce en s'engageant et en développant des activités à haute valeur tout en tenant compte de leur position stratégique. Celle-ci est primordiale à toute analyse de la valeur et d'investissement dans la mesure où elle permet d'identifier les différentes étapes d'évolution du marché dans lequel évolue l'entreprise, par exemple il ne vaut pas la peine d'investir dans des domaines arrivés à

⁸⁴ M. Ckinsey et Company, Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin; Op. Citée, Page 102

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

maturité où le marché est saturé. Tout investissement à ce stade peut entraîner, au contraire, une destruction de valeur. Cela dit, la valeur peut être créée ou détruite à toutes les étapes du cycle de vie des produits et de l'évolution du marché. Il est important que les entreprises soient conscientes des implications que chacune de ces étapes a sur la valeur.

De plus, l'entreprise doit identifier les fonctions clés permettant de créer de la valeur ainsi que le processus suivis pour générer cette valeur. Il s'agit de la chaîne de valeur qui une fois établie, permet à l'entreprise de développer des stratégies et de prendre des décisions qui vont de pair avec l'objectif de création de valeur. Les analystes doivent s'assurer des implications financières de chaque stratégie entreprise.

La création de valeur par l'investissement ne se limite pas à la seule articulation entre décision d'investissement et analyse stratégique. Elle est liée aussi à une bonne évaluation permettant de détecter les activités rentables de celles qui ne le sont pas.

L'entreprise doit être dotée de moyens lui permettant d'assurer une meilleure évaluation de ses projets. En d'autres termes, l'investissement est créateur de valeur dans la mesure où il est élaboré dans un cadre stratégique tenant compte de l'évolution du portefeuille d'activité de l'entreprise sur le marché et dans un cadre financier fondé sur l'évaluation de la rentabilité potentielle des projets. Ces deux facteurs, financier et stratégique, représentent les facteurs clés de succès de la politique d'investissement. En effet, le taux de rendement des investissements est conditionné par les caractéristiques de l'environnement dans lequel évolue l'entreprise telles que la concurrence et les préférences des consommateurs, et par la politique de gestion voire d'évolution des projets. C'est ce qui explique la nécessité de diagnostiquer, au préalable, les activités de l'entreprise en élaborant le diagnostic stratégique de la valeur et en analysant le marché aussi bien des biens et services que des produits financiers (le marché financier), et ce afin de déterminer et de distinguer les activités qui créent de la valeur de celles qui en détruisent.

L'étude stratégique, certes, doit être suivie d'une étape servant à mettre en place des outils permettant de s'adapter et répondre à l'objectif de création de valeur. Il peut s'agir des outils liés à la formation et la communication, à la gouvernance d'entreprise, au processus décisionnels et au tableau de bord de la valeur. Ces outils sont utilisés lors de l'élaboration des plans, des budgets et de l'évaluation des investissements.

L'analyse de la création de valeur par l'investissement ne se limite pas à une étude dans un cadre stratégique, elle est aussi tributaire d'une étude financière ayant pour objet d'élucider les implications financières des décisions d'investissement. Le recours à l'évaluation constitue le principal outil de l'analyse de ces décisions dans un cadre financier.

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

2/ L'évaluation des investissements pour créer de la valeur

L'appréciation des investissements pour optimiser la rentabilité future de l'entreprise dépend des calculs de rentabilité. Ces derniers ont pour objet d'évaluer la performance financière attendue d'un investissement et d'élaborer à cet effet des critères quantitatifs capables de fournir une réponse adéquate à la question suivante : faut-il investir ? ^{«85»}

Toute entreprise, pour qu'elle réussisse sa stratégie, doit articuler ses décisions stratégiques avec la finance, laquelle explique et éclaire les implications financières de ces décisions. En effet, l'adoption d'un projet d'investissement ne doit se réaliser qu'en s'assurant de sa rentabilité future car la politique d'investissement joue un rôle prépondérant dans la croissance de l'entreprise et influence les fonctions contribuant à son développement, telles que d'approvisionnement, de production et de financement. Ce sont autant de raisons pour lesquelles les analystes doivent s'appuyer sur l'évaluation des investissements et la considérer comme un outil d'aide à la prise de décisions stratégiques, devant être conformes à l'objectif de l'actionnaire.

De plus, l'évaluation des projets d'investissement fait partie des trois principales phases comportant le management des projets d'investissements (phase de génération des propositions, de l'évaluation et de contrôle). Elle nécessite des critères financiers différents selon l'objectif stratégique de l'entreprise. Ces critères permettent d'évaluer l'effet et l'impact des décisions d'investissement sur la rentabilité de l'entreprise, et ce en procédant au chiffrage du projet envisagé et de ses conséquences financières. En effet, entreprendre un projet d'investissement, c'est dépenser dans l'espoir de s'enrichir à l'avenir et de réaliser de gains futurs. Il s'agit, dans un premier temps, de la dépense initiale nécessaire pour la réalisation du projet. Elle représente aussi le coût de l'investissement à l'instant zéro, c'est-à-dire à la période de réalisation. Dans un deuxième temps, le chiffrage concernera les flux de fonds dits cash-flow représentant des rentrées potentielles de fonds. La comparaison entre ces deux principaux flux (dépenses et recettes) permet de porter un jugement sur les conséquences financières du projet envisagé. Inutile de rappeler l'importance de cette comparaison pour réussir l'appréciation de tout projet à entreprendre.

Dans le cadre de la politique d'investissement, la création de valeur dépend exclusivement des projets d'investissement dont les cash-flow futurs couvrent largement le coût d'investissement, en d'autres termes, des projets d'investissement susceptibles de récupérer la dépense initiale d'une part et d'autre part de satisfaire les bailleurs de fonds qu'ils s'agissent des actionnaires ou des créanciers financiers. En effet, pour survivre, une entreprise doit satisfaire à des besoins de rentabilité mais aussi d'information et de flexibilité ^{«86»}. Une telle constatation nécessite l'utilisation,

⁸⁵ Michel Levaseur, Aimable Quintart : « Finance », Economica, Paris, 1998, Page 393

⁸⁶ Franck Bancel et Alban Richard, « Flexibilité des investissements », Encyclopédie de gestion, sous la direction de Yves Simon, Patrick Joffre, 2^{ème} édition, Economica, 1997, Page 1430

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

certes, des critères financiers susceptibles de distinguer les projets d'investissement rentables de ceux qui ne le sont pas.

2-1/ L'apport des critères financiers du choix d'investissement à la création de valeur

Il existe plusieurs critères financiers permettant de juger et d'apprécier la rentabilité future des projets avant leur réalisation. Cette appréciation se fait sur la base de flux prévisionnels qu'ils s'agissent de flux d'investissement ou d'exploitation. Les premiers, recouvrent tout emploi de fonds lié à la réalisation du projet d'investissement. On peut distinguer trois composantes de flux d'investissement à savoir la dépense initiale liée à l'acquisition de l'investissement initial, les besoins en fonds de roulement et la valeur résiduelle de l'investissement. En effet, toutes les acquisitions nécessaires à l'investissement telles que les équipements, les machines, les véhicules et les technologies représentent l'investissement initial. Quant au besoin en fonds de roulement, il représente toute variation ou augmentation de niveau d'activité lié à l'investissement entrepris. Cette augmentation de niveau d'activité, voire de chiffre d'affaires entraîne une augmentation des stocks, du crédit clients et du crédit fournisseurs. Un besoin en fonds de roulement positif représente un véritable emploi de fonds qu'il faudra financer. Il est généralement admis que toute augmentation de chiffre d'affaires sera suivie d'une augmentation proportionnelle du BFR, sauf impact particulier d'un projet sur le BFR lorsque l'investissement est suivi d'une réduction des stocks due à un nouveau système de production. Le flux de valeur résiduelle représente la valeur après amortissement ou bien la valeur de certains biens à la fin de la durée de vie du projet. Ces biens peuvent être vendus ou conservés pour d'autres projets mais leur valeur résiduelle doit être mise au crédit du projet initial.

Quant aux deuxièmes, c'est-à-dire les flux d'exploitation, ils recouvrent tous les flux de fonds nets d'impôts générés par l'exploitation du projet. Il peut s'agir du chiffre d'affaires (ventes) et des charges d'exploitation relatives au frais de personnel, aux matières et fournitures, aux services extérieurs,...etc. Il est exclu de ces charges les charges financières puisqu'elles seront incluses dans le coût du capital qu'on verra ultérieurement.

Les flux d'investissement et d'exploitation prévisionnels d'un projet d'investissement sont indispensables et plus que nécessaires pour toute évaluation de la rentabilité d'un investissement, et donc de sa contribution à la maximisation de richesse.

2-1-1/ La valeur actuelle nette (VAN) : quel apport à la création de valeur ?

Ce critère nécessite la détermination des flux d'investissement, d'exploitation et du coût du capital. Ce dernier représente le coût des fonds accordés par les bailleurs de fonds à savoir les actionnaires et les créanciers financiers. Il est le taux de rendement global que l'entreprise doit promettre à un investisseur pour le persuader de lui confier

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

ses capitaux «⁸⁷». Une fois les flux sont déterminés, l'objectif des utilisateurs du critère de la VAN est de comparer les flux d'investissement représentant la dépense initiale ou le coût du projet aux cash-flows futurs actualisés c'est-à-dire ramenés à l'instant zéro, tout en tenant compte du coût du capital dit taux d'actualisation. Ce taux représente le taux de rendement que les actifs doivent dégager pour assurer la rémunération des actions et des dettes, compte tenu des anticipations de leurs propriétaires et de leur part respective dans le financement «⁸⁸». En effet, la valeur actuelle nette d'un projet d'investissement renseigne sur la rentabilité du projet, en actualisant ses cash-flows futurs au coût du capital pour les comparer au coût de l'investissement. Trois cas peuvent se produire. Le premier, lorsque les cash-flows futurs actualisés à l'instant zéro couvrent largement la dépense initiale, la valeur actuelle nette sera positive, encourageant de ce fait l'entreprise à entreprendre le projet puisqu'il maximise la richesse des actionnaires. Le deuxième, lorsque la dépense initiale est supérieure aux flux de liquidités potentiels générés par le projet, la valeur actuelle nette sera négative. Il n'est pas intéressant d'entreprendre le projet puisqu'il ne permet de créer de la valeur. Le troisième, la valeur actuelle nette est nulle indiquant que le projet n'apporte à l'entreprise concernée ni perte, ni bénéfice. La valeur actuelle nette n'a de signification que si le taux d'actualisation représente le coût moyen pondéré de capital, c'est-à-dire le taux de rentabilité exigé en moyenne par les actionnaires et les créanciers financiers de l'entreprise. Il s'agit des coûts des fonds propres et des dettes.

Il est important de signaler que lorsque la valeur actuelle nette est positive, le projet d'investissement envisagé est créateur de valeur. Lequel permet non seulement de récupérer les capitaux investis mais aussi de rémunérer ceux qui apportent les fonds pour financer le projet «⁸⁹». En d'autres termes, cette valeur créée revient aux actionnaires puisque la rémunération des créanciers financiers est indépendante de l'activité (bonne ou mauvaise) de l'entreprise et en cas de destruction de valeur, les créanciers financiers sont protégés par leurs contrats, contrairement aux actionnaires qui sont directement affectés par les pertes donc par la destruction de valeur.

L'application du critère de la valeur actuelle nette (VAN) nécessite que l'entreprise dispose des ressources financières nécessaires et suffisantes à la réalisation de son projet. Par contre, dans le cas contraire, auquel cas les ressources financières de l'entreprise sont limitées, autrement dit l'entreprise se caractérise par un rationnement du capital, les dirigeants chercheront à maximiser la valeur par unité monétaire investie en sélectionnant les projets d'investissement dont le ratio valeur actuelle nette (VAN) rapportée au coût de l'investissement est le plus important. Ce rapport renseigne sur la richesse créée par une unité monétaire investie. Généralement le rationnement du capital caractérise les entreprises qui éprouvent des difficultés à lever des capitaux, voire qui n'ont pas accès au marché financier. Dans de telles conditions, le choix des investissements ne se fait pas seulement sur le critère VAN mais sur le rapport VAN/Coût d'investissement. Etant donné que le budget d'investissement est

⁸⁷ Ciaran Walsh : « Les ratios clés du management », Pearson Education France, Paris, 2005, Page 278.

⁸⁸ Laurent Batsch : « Finance et Stratégie », Economica, Paris, 1999, Page 290

⁸⁹ Michel Levasseur, Aimable Quintart, Op. Citée, Page 394

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

limité, les entreprises s'efforceront de réaliser le maximum de projets rentables sous cette contrainte budgétaire.

Il est important de rappeler que plus le taux d'actualisation est élevé, plus la valeur actuelle nette diminue, puisque ce taux représente le coût du capital (le coût des fonds propres et des dettes). Le taux d'actualisation est un taux émanant du marché tenant compte de l'évolution du marché et de ses conditions. Il est donc réel et sa détermination est plus qu'indispensable pour évaluer les projets d'investissement par le critère de la valeur actuelle nette (VAN).

Le taux d'actualisation est dit aussi le coût d'opportunité du capital car il représente le meilleur rendement que les investisseurs, notamment les actionnaires pourraient obtenir en investissant leurs fonds sur les marchés financiers et à risques comparables. Certes, pour que l'entreprise crée de la valeur, il faut que le rendement réalisé soit supérieur à ce coût. Dans le cas contraire, l'entreprise ne crée pas de valeur et les investisseurs préfèrent placer leurs fonds sur les marchés financiers (banques, autres intermédiaires financiers, bourse, ...etc.) que de les investir dans des projets destructeurs de valeur.

L'utilisation du critère de la valeur actuelle nette (VAN) est très utile puisqu'elle permet de déduire directement l'impact des décisions d'investissement sur la rentabilité de l'entreprise, et ce grâce aux cash-flows prévisionnels actualisés au coût d'opportunité qu'elle utilise pour une meilleure comparaison au capital initial (dépense initiale).

2-1-2/ Autres critères pour apprécier et évaluer les projets d'investissements

A l'instar de la valeur actuelle nette (VAN), plusieurs critères jouent un rôle important dans l'évaluation des projets pour maximiser la richesse de l'entreprise. Leur utilisation diffère selon les objectifs de l'entreprise. Il s'agit du taux de rentabilité interne et de délai de récupération. Le taux de rentabilité interne (TRI) est le taux pour lequel la valeur actuelle nette est nulle. Il a propriété d'annuler la VAN de manière à établir une stricte égalité entre le montant des capitaux investis et la valeur des flux de revenus ⁹⁰. Pour que le projet soit rentable, il faut que le taux de rentabilité interne (TRI) soit supérieur au coût du capital, voire au taux d'actualisation qui représente le pourcentage exigé par les bailleurs de fonds sur leurs fonds prêtés.

Le critère délai de récupération est un critère qui tient compte du facteur temps, en permettant à l'entreprise de récupérer sa dépense initiale ou bien le coût d'investissement initial dans les plus brefs délais. De ce fait, il est perçu par les analystes comme le temps nécessaire pour récupérer le montant des capitaux initialement investis et comme un critère incompatible avec l'objectif de création de valeur, puisqu'il ne permet à l'entreprise de bénéficier des flux de fonds intervenant au-delà du délai ou la date de récupération. Selon les analystes, ce critère tend

⁹⁰ Michel Levasseur, Aimable Quintart, Op. Citée, Page 394

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

beaucoup plus vers une gestion court-termiste. Chose qui n'est pas compatible avec l'objectif de maximisation de richesse. C'est un critère qui concerne les entreprises ayant pour objectif de privilégier la liquidité. Cela dit, les meilleurs critères sont ceux qui répondent aux objectifs de l'entreprise, en particulier, ceux liés à la maximisation de la valeur actionnariale. Il s'agit des critères fondés sur l'actualisation des flux de fonds tels que la valeur actuelle nette (VAN) en première position et le taux de rentabilité interne (TRI) en deuxième position.

L'évaluation permet à l'entreprise de sélectionner les meilleurs projets permettant de maximiser la rentabilité envisagée. Elle reste une méthode et une étude préalable à tout investissement jugé source de création de valeur dans le cadre des décisions financières.

2-2/ Autres facteurs maximisant la valeur des projets

Ce sont des facteurs qui ne sont pas liés directement aux projets d'investissement, mais leur impact sur les critères financiers d'évaluation des projets ainsi que sur la rentabilité est considérable. Il s'agit du mode d'amortissement des projets et des coûts indirects aux projets ^{«91»}. Concernant le mode d'amortissement des projets, les analystes ont constaté, au cours de leurs diverses recherches, que l'amortissement en tant que tel permet de réaliser une économie fiscale sur amortissement et une marge après impôt, notamment lorsqu'il s'agit de l'amortissement dégressif.

Concernant les coûts indirects, ils représentent les coûts qui ne sont pas liés directement aux projets d'investissement comme les frais généraux et de recherche et développement. L'entreprise, lors de l'évaluation de la rentabilité des investissements, ne doit pas se limiter aux coûts et aux revenus associés directement au projet. Elle doit aussi considérer tous les coûts et revenus indirects en les imputant aux projets. En effet, lorsqu'il s'agit des coûts déjà engagés, l'entreprise n'est pas tenue de les prendre en considération car ce qui compte c'est bien le futur. Les coûts indirects tels que les frais de recherche et développement, les frais d'administration doivent être affectés aux projets, ^{«92»} et ce en les imputant au coût du projet ou en les faisant diminuer des revenus générés par le projet.

Cela dit, l'entreprise doit consacrer une part (selon le pourcentage) du chiffre d'affaires ou bien de la rentabilité des projets aux coûts indirects associés, par exemple, à la recherche et développement. Ceci évite à l'entreprise de surévaluer ses projets d'une part et, d'autre part, lui permet d'avoir une rentabilité globale qui variera de la même proportion que la rentabilité des projets réalisés. Dans le cas contraire, la rentabilité des projets ne reflètera pas la rentabilité globale comme dans certaines entreprises qui assistent à des situations dans lesquelles les projets d'investissement sont très rentables, mais la rentabilité globale demeure insuffisante. L'imputation des

⁹¹ Michel Albouy, Op. Citée, Page 89

⁹² Michel Albouy, Op. Citée, Page 91.

Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise

coûts indirects aux projets évite ces situations. Il est important de signaler que pour réussir la création de valeur, une articulation entre la stratégie et la finance doit s'imposer.

Conclusion du chapitre

L'évaluation et l'étude de la rentabilité ne doivent pas se limiter aux seules décisions financières à savoir d'investissement et de financement. Elles doivent concerner aussi les décisions stratégiques non financières car l'étude des implications de ces décisions permet de créer de la valeur, en assurant une meilleure gestion des décisions et en déterminant avec précision l'origine des recettes, voire des cash-flows futurs. A partir de là, l'entreprise peut détecter, à l'avance, les stratégies susceptibles de créer de la valeur de celles qui ne le sont pas.

De plus, la création de valeur dépend d'une étude prévisionnelle juste et précise des cash-flows futurs et nécessite certes, la prise en compte du facteur risque, car l'incertitude caractérisant l'environnement ne fait qu'accentuer ce facteur. Pour cela, toute entreprise doit intégrer le facteur risque dans son processus de création de valeur.

Tout au long de ce chapitre, on a bien compris que la décision d'investissement est l'assise de la création de valeur et l'évaluation des investissements est un facteur déterminant, permettant de distinguer les investissements créateurs de valeur de ceux qui ne le sont pas. En effet, l'évaluation est conçue comme un moyen d'aide à la prise de décision dans la mesure où elle tient compte des coûts des ressources à savoir des fonds propres et des dettes. Représenté par le coût du capital, le coût des ressources renseignant sur la politique de financement, est une variable déterminante et cruciale lors du choix des investissements, et de ce fait, influence considérablement les décisions d'investissement et la création de valeur. Ceci indique que la politique de financement n'est pas neutre sur la valeur. Le choix entre fonds propres et dettes a fait l'objet de plusieurs interrogations. Le chapitre qui suit nous permettra d'étudier le lien entre les décisions d'investissement, de financement et la création de valeur.

Chapitre III

L'impact de la politique de
financement sur la création de valeur

Introduction du chapitre

La création de richesse conditionne la réussite de toute entreprise. Cette richesse est plus que nécessaire et indispensable pour le développement économique de tout pays et par conséquent, pour le développement social et même politique. De ce fait, toute entreprise désirant s'imposer sur un marché, de plus en plus concurrentiel et difficile à maîtriser, doit mettre en place des facteurs et des mécanismes susceptibles de créer de la valeur. Toutes les dimensions de l'entreprise doivent être orientées vers cet objectif. Ce qui intéresse l'actionnaire est la capacité de l'entreprise à prendre des mesures qui rapportent plus que le coût, plus précisément le coût d'opportunité de ses apports ^{«93»}. En effet, l'actionnaire n'acceptera de confier la gestion de l'entreprise au dirigeant que si ce dernier lui offre une valeur de l'action plus grande que celle qu'il pourrait obtenir lui-même ^{«94»}. De plus, une bonne politique de gouvernance alignée sur cet objectif constitue un des facteurs clés de la réussite de l'entreprise. Ainsi, une bonne gestion et équitable entre les parties prenantes (dirigeants, salariés, actionnaires) participe à l'émission de signaux positifs à l'égard du marché. Ces signaux renseignent sur la gestion de qualité caractérisant l'entreprise.

Dans ce cadre d'analyse, l'entreprise ne trouvera pas de difficultés à lever des capitaux auprès des bailleurs de fonds aussi bien sur le marché direct qu'indirect. Ces fonds sont jugés indispensables au financement des investissements, voire à la réussite de la politique d'investissement de l'entreprise.

Il existe une forte liaison entre la politique de gouvernance, d'investissement et de création de valeur. Toutefois, la création de valeur ne se limite pas à ces deux facteurs. La politique de financement y joue aussi un rôle crucial non seulement par sa contribution au financement des projets mais aussi par l'arbitrage qu'elle permet entre les différentes sources de financement. En effet, le choix de la structure financière permet la création de valeur dans la mesure où il permet à l'entreprise une meilleure adaptation aux fluctuations de son environnement, et de répondre à toutes les nouvelles situations tant au niveau interne qu'externe. Le principal est de ne pas entraver les objectifs de l'entreprise quelles que soient les conditions auxquelles elle est confrontée.

Créer de la valeur consiste à prendre des décisions financières à savoir d'investissement et de financement susceptibles de déboucher sur des avantages compétitifs et durables, en termes de réduction de coût et de maximisation de la rentabilité.

Bien que la création de valeur dépende de plusieurs facteurs notamment des décisions stratégiques (politique de production, de marketing,...etc.), les décisions financières jouent un rôle primordial et incontournable. En effet, les décisions de type d'investissement y contribuent efficacement lorsque le rendement escompté des

⁹³ Guy Van Loyé : « Finance et théorie des organisations », Economica, 1998, Page 83

⁹⁴ Pascal Louvet et Ollivier Taramasco : « Gouvernement d'entreprise : un modèle de répartition de la valeur créée entre dirigeant et actionnaire », Revue Finance Contrôle Stratégie-Volume7, N°1, mars 2004, Page 85

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

investissements est supérieur au coût du capital. Ce dernier résume à lui seul toutes les contraintes financières. En effet, l'entreprise a pour but de réaliser tous les projets rentables (et eux seuls) «⁹⁵». Quant aux décisions de financement, elles créent de la valeur lorsqu'elles s'alignent sur la stratégie de l'entreprise.

Il n'y a création de valeur pour les actionnaires, reflétée dans la valeur de marché des actions, que lorsque la rentabilité engendrée est supérieure à la rentabilité exigée. Ceci nous amène à s'interroger sur les facteurs qui sont à l'origine, voire à la base de ce surplus.

Selon les analystes, la création de valeur trouve son origine d'une part dans la constitution d'un avantage compétitif et durable sur un horizon bien défini tels que : les leviers stratégiques et financiers et, d'autre part, dans une structure financière qui joue un rôle capital dans la maximisation de la rentabilité. Elle est, dans la mesure où elle n'est pas considérée comme une donnée qu'il faut subir mais comme un élément sur lequel il faut agir.

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. La maximisation de la valeur par la recherche d'une structure financière optimale sous ces contraintes est un élément fondamental de la politique financière de l'entreprise.

L'étude de la structure financière repose sur la relation entre les différentes sources de financement à savoir les fonds propres et les dettes. Le recours à chacun de ces modes de financement doit avoir un impact positif sur la valeur de l'entreprise, notamment sur celle créée pour les actionnaires. De ce fait, le choix entre le financement par fonds propres ou par dettes doit s'effectuer dans un cadre d'analyse bien défini et basé sur la fameuse relation entre la rentabilité des capitaux engagés, voire économique et le coût de la dette.

Dans une économie de plus en plus ouverte sur la concurrence et où la réussite de l'entreprise dépend de sa capacité à mobiliser des ressources plus rapidement que ses concurrents, il incombe à celle-ci d'être prudentes quant aux choix entre fonds propres et dettes, car l'impact de ce choix doit être positif pour créer de la valeur. Ceci nous amène à s'interroger sur les facteurs déterminant le choix de financement entre les fonds propres et les dettes. Qu'est ce qui stimule l'entreprise à choisir un tel ou tel mode de financement ?

L'objectif de ce chapitre est d'étudier l'impact de la politique de financement sur la création de valeur, en expliquant les conditions dans lesquelles la structure financière maximise la valeur. Le chapitre sera scindé en deux sections. La première explique profondément l'impact du recours au financement par fonds propres sur la

⁹⁵ Guy Van Loyé, Op. Citée, Page 83

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

rentabilité et les conditions dans lesquelles ce type de financement est privilégié et préférable pour l'entreprise, la deuxième traite de l'apport du financement par dettes ou l'endettement à la valeur, en expliquant dans quelle mesure le recours à la dette s'avère plus bénéfique pour l'entreprise et donc créateur de valeur. Cependant il est difficile de dissocier ces deux sections car l'une complète l'autre.

Section 1 : L'apport de financement par fonds propres à la valeur

L'apport en ressources financières est un élément fondamental et indispensable pour créer une entreprise. Cette dernière doit toujours assurer le financement de ses investissements et de son exploitation par des ressources internes ou externes. Le recours à ces modes de financement diffère selon la capacité financière de l'entreprise.

Toutes les ressources financières dont peut disposer l'entreprise ont un coût, il n'y a pas de ressources gratuites. C'est la raison pour laquelle l'entreprise doit définir une stratégie financière lui assurant un choix de financement le plus opportun.

Dans un environnement incertain et à forte concurrence, le succès de l'entreprise dépend de sa capacité à mobiliser des ressources financières plus rapidement que les entreprises concurrentes. En se faisant, le recours au financement par fonds propres ou par dettes engendre des coûts susceptibles de mettre en péril la situation financière de l'entreprise, et ce dans la mesure où les rendements réalisés ne couvrent pas les coûts de financement. Dans un tel contexte, l'entreprise ne crée pas de la valeur, elle risque même de disparaître et céder sa place aux entreprises plus performantes. Il est clair que les entreprises, ne désirant pas en arriver là, mettent en place toute une panoplie de facteurs leur permettant de créer de la valeur. Il s'agit des études approfondies des sources de financement en analysant leur coût et leur impact sur la valeur. Dans la perspective de la théorie financière, deux optiques peuvent être traditionnellement défendues pour appréhender la notion de maximisation de la valeur de marché : celle de maximisation de la valeur des fonds propres (rentabilité financière) et celle de maximisation de la valeur globale de la firme (rentabilité économique), sous certaines conditions, une convergence des deux optiques ⁹⁶.

D'un point de vue financier, la prise en compte des intérêts des investisseurs, des créanciers et de l'entreprise est primordiale et indispensable pour réussir la maximisation de la valeur, et ce en évitant tout conflit lié à la répartition de rendements réalisés. En effet, le management par la valeur suscite notamment une prise de conscience des intérêts des actionnaires de la part des dirigeants et par conséquent, de l'importance et de la nécessité de l'analyse du coût du capital, c'est-à-dire des exigences à la fois des actionnaires et des créanciers.

Cette analyse est un élément essentiel et fondamental dans la prise de décision devant répondre à l'objectif de la création de richesse. Celle-ci ne sera réalisée que si

⁹⁶ Gérard Charreaux : « Gouvernement d'entreprise », Théories et faits, Ouvrage collectif, Economica, Paris, 1997, Page 61.

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

le rendement des projets entrepris est supérieur au coût du capital qui est la moyenne pondérée des exigences de rentabilité des apporteurs de fonds. Dès lors, on se pose la question suivante : comment est déterminé le coût des fonds propres, composante essentiel du coût du capital ? Quel est son impact sur la valeur ? Influence-t-il la structure financière ?

Tout au long de cette section, on essayera de répondre à ces questions en traitant de la problématique de l'optimum en expliquant les conditions d'assurer une structure financière optimale, et en expliquant la fameuses relation entre le coût des fonds propres et la valeur.

1- Le mode de financement de l'entreprise et la création de valeur

Dans un environnement parfait, tel qu'indiqué par les néo-classiques, où toutes les structures sont équivalentes en raison des caractéristiques qui portent peu de lien avec la réalité (la rationalité illimitée des agents et l'absence d'asymétrie informationnelle), il n'existe pas de structure optimale de financement, d'impact de coût de capital sur la structure financière et de structure optimale de dividendes. En d'autres termes, le financement par les fonds propres ou par les dettes ne présente pas de différence pour l'entreprise en termes de coût et, de ce fait, la comparaison de ces deux modes de financements est inutile.

Vers la fin des années 60, les économistes Modigliani et Miller ⁹⁷, en introduisant la fiscalité, prennent conscience des imperfections du marché et reposent sur l'idée de l'existence d'une structure optimale de financement.

Ceci donna, désormais, naissance à une nouvelle conception de l'environnement qui se caractérisera de plus en plus par l'incertitude. Dans ce cadre d'analyse, les entreprises arrivent-elles à créer de la valeur en se basant sur la structure financière ?

1-1/ L'impact de la structure financière sur la valeur dans un contexte parfait

L'influence de la structure financière, voire de la répartition des ressources entre fonds propres et dettes, sur la valeur de l'entreprise avait fait l'objet de plusieurs études. Ainsi, selon Modigliani et Miller (1958, 1963), l'impact de la structure financière diffère selon l'environnement dans lequel évolue l'entreprise. En effet, dans un environnement parfait où tous les agents économiques partagent les mêmes conditions d'accès au marché et toutes les structures sont identiques, en raison des caractéristiques qui portent peu de lien avec la réalité et de l'absence d'asymétrie informationnelle ; ces auteurs stipulent qu'en l'absence d'imposition, il n'existe pas de

⁹⁷ Modigliani et Miller: « The cost of capital corporation finance and the theory of investment ». In American Economic Review (June 1958). PP 261-297

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

structure optimale de financement. Et ce, dans la mesure où la valeur de marché de la firme est indépendante de la structure du capital ^{«98»}.

La valeur de l'entreprise dépend de la rentabilité de ses actifs, voire de son actif économique et non de la façon dont cette rentabilité est répartie entre les apporteurs de fonds, qu'ils soient actionnaires ou créanciers. Ceci indique, la neutralité de la structure financière par rapport à la valeur de l'entreprise.

Suivant le modèle de Modigliani et Miller, la valeur d'une entreprise s'exerçant dans un environnement parfait ou sujette à la concurrence pure et parfaite est indépendante de la répartition des flux de liquidités allant aux actionnaires et aux créanciers. Toutefois, en introduisant la fiscalité, la valeur de l'entreprise dépend de la structure financière, voire des modes de financement ou de la répartition de la rentabilité entre les actionnaires et les créanciers, car le recours à l'endettement fait bénéficier d'une économie d'impôt grâce aux charges financières ou aux intérêts qui sont fiscalement déductibles et par conséquent, il accroît de façon linéaire la valeur de l'entreprise ^{«99»}. Dès lors, une structure optimale de financement peut exister en cherchant à minimiser le coût de ces ressources. De plus, la structure financière n'affecte la valeur de l'entreprise qu'au travers les économies fiscales réalisées sur les intérêts financiers.

1-2/ L'impact de l'imperfection du marché sur le choix de la structure financière

Depuis des décennies, l'entreprise est conçue comme une organisation activant dans un environnement précaire et incertain, et contribuant au développement économique, grâce à ses stratégies adoptées et adaptées aux différents contextes dans lesquels elle s'exerce. Il existe plusieurs facteurs susceptibles de créer de la valeur. Le choix de financement ainsi que la structure financière sont autant de facteurs qui font partie intégrante des moyens susceptibles de maximiser la richesse. Comment ?

1-2-1/ La technique de l'arbitrage comme facteur clé de création de valeur

L'imperfection du marché en raison de l'incertitude, l'asymétrie informationnelle et l'opportunisme des agents, incite les entreprises à être prudentes dans leurs décisions et leurs choix notamment liés au financement. L'objectif est de minimiser, voire d'éviter les coûts résultant de ces imperfections. En effet, en présence de fiscalité, l'entreprise ne maximise de valeur lors de ses choix de financement qu'en arbitrant entre les coûts de faillite et les économies d'impôts inhérents au financement par dettes. Elle optimise, donc, sa structure de financement lorsqu'elle arrive à minimiser les coûts liés à l'endettement et maximiser les économies d'impôt. Toutefois, la technique de l'arbitrage ne se limite pas à la simple comparaison entre les

⁹⁸ Michel Albouy : « Structure financière et coût du capital », Article 165, Encyclopédie de gestion sous la direction de Yves Simon et Patrick Joffre, Economica, 1997, Page 3132

⁹⁹ Edith Ginglinger : « Marchés de capitaux et financement de l'entreprise », Encyclopédie des marchés financiers, sous la direction de Yves Simon, Economica, 1997, Page 898.

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

coûts et les gains relatifs au financement par dettes. Elle s'étend aussi aux fonds propres. D'ailleurs, toute la problématique est là.

La politique d'arbitrage permet à l'entreprise de bien réussir ses choix de financement en comparant les coûts et les gains relatifs à chaque mode de financement. Comme exemple, l'endettement peut être privilégié au financement par fonds propres dans la mesure où la rentabilité financière, voire des fonds propres, en présence de l'endettement est supérieure à celle sans endettement. Dans ce cadre d'analyse, il n'y a pas de séparation entre les décisions d'investissement et de financement puisque les économies d'impôt résultent à la fois des décisions d'investissements (déductibilité des dotations aux amortissements) et des décisions de financement par les dettes (déductibilité des frais financiers).

Le rôle de la direction financière est de chercher à atteindre une structure financière optimale, c'est-à-dire une structure qui tend vers l'optimum. L'atteinte de cet optimum doit satisfaire tous les intérêts des parties prenantes contribuant au développement de l'entreprise. Il s'agit des intérêts relatifs à l'entreprise elle-même ; aux actionnaires et aux banquiers. Ces parties trouvent, donc, un compromis équilibré entre leurs différents objectifs en cherchant à atteindre l'optimum. Ainsi, l'entreprise maximise sa rentabilité en minimisant le coût moyen pondéré du capital, voire le coût des ressources (fonds propres et dettes). Il en est de même pour les actionnaires en maximisant le bénéfice par action, voire la rentabilité des fonds propres et les banquiers en minimisant le risque financier pour garantir la solvabilité de l'entreprise, car l'excès d'endettement peut être à l'origine de difficultés à lever à nouveau des capitaux et par conséquent, à profiter des opportunités du marché, notamment en termes d'investissements.

La politique d'arbitrage permet à l'entreprise d'articuler entre ces trois objectifs, tout en utilisant les effets favorables de l'endettement (avoir un effet de levier financier positif) d'une part, et en tenant compte de la capacité maximum de l'endettement pour minimiser le risque financier d'autres part.

1-2-2/ Le choix d'une structure financière et la valeur

Le choix d'une structure financière est un choix fondamental, car il va directement déterminer la rentabilité et le risque pour l'actionnaire ¹⁰⁰. La structure financière doit se présenter sous trois aspects pour qu'elle maximise la valeur de l'entreprise. Le premier porte sur la maximisation des fonds propres en jouant sur les mécanismes de l'effet de levier (impact positif de l'endettement sur la rentabilité grâce aux économies fiscales) ; le deuxième se base sur la minimisation du coût moyen pondéré du capital et le troisième, sur la minimisation du risque financier en respectant la capacité limite d'endettement.

¹⁰⁰ Pierre Vernimmen : « Politique financière de l'entreprise », Encyclopédie de gestion sous la direction de Yves Simon-Patrick Joffre, Economica, 1997, Page 2343.

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

L'étude de la structure financière se base sur la comparaison des différentes sources de financement à savoir les fonds propres et les dettes. En effet, l'entreprise choisie le mode de financement le plus adéquat à sa situation et le plus créateur de valeur, en se basant sur le principe d'arbitrage entre les coûts et les gains inhérents à la fois au financement par fonds propres et au financement par dettes. A ce moment-là, trois cas peuvent se produire. 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.

Le précepte selon lequel la rentabilité des capitaux investis, en l'absence d'endettement, doit être comparée au coût de la dette pour décider de la structure financière à adopter, constitue une condition préalable et incontournable pour réussir la création de valeur. Le recours excessif à l'endettement, sans une étude préalable, peut mettre en péril la valeur de l'entreprise, voire sa pérennité.

Les études préalables à toute décision de financement constituent le facteur clé de succès de toute entreprise procédant à ces études, car elles leur permettent de distinguer les modes de financement créateur de valeur de ceux qui ne le sont pas.

2/ Le coût des ressources et la structure financière

Le choix d'une structure financière impacte la rentabilité financière dans la mesure où la dette bénéficie d'un avantage fiscal non négligeable par rapport aux fonds propres puisque son coût est déductible du bénéfice imposable. «¹⁰¹ » On appelle structure financière d'une entreprise le vecteur, de somme unitaire, des proportions pour lesquelles les diverses source de financement interviennent dans la composition de ses capitaux permanents «¹⁰²».

La structure financière mesure la part respective des fonds propres et des dettes, qui représente les sources de financement de toute entreprise. Ce sont des ressources, certes, qui ne sont pas gratuites et, de ce fait, leur coût influence la structure financière. Plus ces coûts sont élevés, moins les conditions de création de valeur sont favorables. Il incombe à toute entreprise, dont l'objectif principal est la création de valeur,

¹⁰¹ Michel Albouy, Op. Citée, Page 339.

¹⁰² Robert Cobbaut, Op. Citée, Page 372.

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

d'adopter une structure financière qui minimiserait le coût du capital et, par conséquent, maximiserait la valeur globale. Ainsi, le coût du capital représentant le coût des ressources est un facteur clé et essentiel dans la prise de décision car il sert à évaluer les projets d'investissements actuels et à refléter le coût présent des ressources financières mobilisées dans ces projets. Le coût du capital permet, donc, d'articuler les décisions d'investissement sur la valeur de l'entreprise «¹⁰³».

Dans ce cadre d'analyse, la création de valeur peut être assurée dès que la rentabilité des investissements est supérieure au coût du capital de l'entreprise. Ainsi, les flux de liquidité générés par l'actif économique de l'entreprise ou par les investissements de celle-ci sont actualisés au coût des ressources. Plus ces coûts sont élevés, plus la rentabilité des projets et la valeur de l'entreprise diminue.

2-1/ Le coût des ressources et la valeur de l'entreprise

Il est logique de constater, au fil des années, qu'aucune unité monétaire n'est accordée à l'entreprise gratuitement, qu'il s'agisse du financement par fonds propres ou par dettes. De ce fait, il incombe à toute entreprise désirant maximiser sa valeur d'en faire le meilleur usage. Avant de procéder à l'investissement ou au placement de son argent, l'entreprise doit s'assurer du rendement à réaliser en comparant la rentabilité qu'elle compte escompter au coût des ressources utilisées. Car chaque décision prise par une entreprise a des implications financières, et chaque décision qui implique l'usage de l'argent est une décision financière. «¹⁰⁴ »

Le coût du capital permet de refléter la diversité des sources de financement utilisées par l'entreprise. Ces sources peuvent être composées, d'une part, des sources internes à l'entreprise et d'autre part, des sources externes. Les sources internes renferment l'autofinancement composé des réserves renforcées grâce aux bénéfices non réparties et des dotations aux amortissements. De ce fait, il n'intervient pas directement dans la détermination du coût des ressources, car les réserves renforçant les fonds propres sont prises en compte à travers le coût des fonds propres. Quant aux dotations aux amortissements, elles représentent un moyen de financement dont le coût d'opportunité est le coût moyen pondéré du capital, puisqu'elles représentent un flux de liquidité généré par l'exploitation revenant aux actionnaires et aux créanciers (reconstitution du capital apporté par les actionnaires et remboursement des prêts accordés par les créanciers).

Concernant les sources externes, elles représentent les augmentations du capital social et le recours à l'endettement. Le coût du capital contient, essentiellement, le coût de ces deux sources de financement : celui des fonds propres et celui des dettes.

Il est important de signaler que ces deux sources de financement sont indissociables. Elles sont toutes les deux fortement imbriquées : le financement par dettes affecte les fonds propres et vis-versa. En effet, lorsque l'entreprise s'endette non

¹⁰³ Michel Albouy, Op.Citée, Page 336.

¹⁰⁴ Aswath Damodaran : « Pratique de la finance d'entreprise », Groupe de Boeck, Paris, 2010, Page 21

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

seulement elle supporte des coûts inhérents à la dette, mais aussi aux fonds propres. En sus des risques existants, les actionnaires supportent les risques liés à l'entreprise de nouveaux projets, d'ailleurs, la valeur de l'entreprise dépend fortement de la rentabilité de ces investissements. Cette dernière doit être positive pour que les actionnaires compensent l'augmentation des risques engendrés par le recours accru à l'endettement.

De plus, la limite d'endettement est fonction du niveau des fonds propres parce que lorsque l'entreprise fait appel à l'endettement, celui-ci génère deux principaux coûts. Un coût représentant le taux d'intérêt exigé par les prêteurs et un coût implicite lié à la quantité de fonds propres dont l'entreprise doit disposer pour bénéficier d'un emprunt (les fonds propres absorbent la totalité des risques). Quant aux fonds propres, bien qu'ils génèrent des coûts élevés, ils procurent un avantage implicite lié au renforcement de la capacité d'endettement, et ce en offrant à l'entreprise la possibilité de s'endetter d'avantage à un coût peu élevé (taux d'intérêt) puisqu'ils absorbent la totalité des risques. L'interdépendance des dettes et des fonds propres rend toute étude dissociant ces deux variables insignifiante.

2-2/ Le coût des fonds propres et la valeur de l'entreprise

Comme il a été expliqué ci-dessus, les fonds propres et les dettes sont étroitement imbriqués. Tout ce qui affecte le taux d'endettement influence aussi le risque supporté par les actionnaires, c'est-à-dire le coût des fonds propres. En effet, les dettes génèrent des coûts fixes, leurs couvertures dépendent des résultats à réaliser. Si ces derniers seront inférieurs aux coûts des dettes, le poids des coûts fixes absorbera le résultat qui devrait revenir aux actionnaires. C'est ainsi qu'on considère que tout facteur influençant le taux d'endettement modifie considérablement le coût des fonds propres. Dès lors, l'entreprise est tenue d'accorder une importance considérable à la rentabilité économique ou à celle de son actif économique, et ce en adoptant une bonne politique de choix des investissements.

Une politique d'investissement générant une rentabilité supérieure au coût du capital maximise la valeur de l'entreprise et enrichie, de ce fait, même les actionnaires car le résultat revenant à ces derniers n'est plus affecté, ni absorbé par le coût des ressources. Dans le cas contraire, l'entreprise est destructrice de valeur. L'étude de coûts des ressources est très déterminante et s'impose de plus en plus. Concernant les fonds propres, leur coût dépend du coût de l'endettement. Plus l'endettement est accru, plus le risque supporté par les actionnaires est élevé. Une politique d'endettement qui n'est pas avantageuse, voire destructrice de valeur entraîne, au contraire, une défaillance pour laquelle les coûts fixes absorberont le rendement de l'entreprise et des actionnaires. C'est la raison pour laquelle le coût des fonds propres intègre plusieurs variables reflétant toute une panoplie de facteurs, voire de risques auxquels est exposée l'entreprise. Le coût du capital, considérant les capitaux engagés et apportés par les pourvoyeurs de fonds à savoir les actionnaires et les créanciers, n'est qu'un indicateur de la rentabilité minimum que doivent dégager les investissements entrepris par l'entreprise. Son analyse nécessite l'étude du coût des fonds propres et des dettes.

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

S'agissant du coût des fonds propres, il indique un coût d'opportunité et non un coût explicite comme celui de la dette. Ce coût pour une firme i devrait être égal au taux de rendement que l'investisseur peut obtenir d'un actif sans risque RF , augmenté d'une prime de risque $E(R_m) - RF$ multipliée par une mesure de risque systématique B_i ¹⁰⁵. En effet, les actionnaires ne se limitent pas à la rentabilité qu'ils attendent sur leurs investissements en actions, ils tiennent aussi compte des autres opportunités qui auraient pu être meilleures et augmenter leur rendement. C'est ce qui rend le coût des fonds propres inobservable directement sur le marché comme le coût des dettes. La théorie financière a développé plusieurs modèles permettant la quantification de taux de rentabilité exigé par les actionnaires. Parmi ces modèles, le MEDAF (modèle d'équilibre des actifs financiers) qui explique le calcul et la détermination du taux de rentabilité exigé par les actionnaires, en fonction du risque, de la rentabilité des actifs sans risque et de l'espérance de rentabilité du marché ¹⁰⁶. Ce taux est donné par la relation suivante :

$$E(R_i) = RF + [E(R_m) - RF]B_i$$

Soient les notations suivantes :

$E(R_i)$: Taux de rentabilité attendu par le marché sur titre i ;

$E(R_m)$: Taux de rentabilité espéré du marché financier ;

R_F : Taux de rentabilité de l'actif sans risque ;

B_i : Coefficient de risque systématique du titre i .

Suivant cette relation, le taux de rentabilité exigé par les actionnaires dépend, d'une part du taux de rentabilité de l'actif sans risque RF car l'investisseur exige une rentabilité au moins égale à celle qu'il aurait pu obtenir en investissant son argent en actif sans risque et, d'autre part, d'une prime de risque composée du risque systématique B_i et de la prime de risque du marché $[E(R_m) - RF]$. Cette dernière traduisant la différence entre le taux de rendement espéré du marché financier $E(R_m)$ et le taux de rentabilité de l'actif sans risque RF , représente l'excès de la rentabilité espérée du marché par rapport aux taux de rentabilité de l'actif sans risque RF . Autrement dit, la prime de risque de marché représente la rémunération supplémentaire qu'un investisseur exige et obtient en plaçant son argent sur le marché ou en investissant en actions, plutôt que de choisir d'investir en actif sans risque dont le rendement est certain comme les obligations d'Etat. Ces dernières étant des placements à long terme ne font supporter aucun risque lié à l'activité économique de l'entreprise. Quant à la variable B_i dite le facteur bêta, elle permet de déterminer le niveau de risque de l'entreprise. Avec le modèle de marché (qui est une droite de régression), on trouve la pente ou coefficient de volatilité B_i rapportant la covariance

¹⁰⁵ Patrick Piget : « Décisions d'investissement, incertitude et informations », Economica, 2011, Page 103

¹⁰⁶ Gérard Hirigoyen : « Stratégie et finance », Approche par la création de valeur, Encyclopédie de gestion, sous la direction de Yves Simon-Patrick Joffre, Economica, 1997, Page 3071.

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

entre le taux de rendement du titre i et le taux de rendement du marché à la variance du taux de rendement du marché ^{«107»}.

Plusieurs analystes ont tenté d'expliquer et d'analyser le coût des fonds propres, en se basant sur des modèles autres que le modèle d'équilibre des actifs financiers. Toutefois, ces modèles se basent essentiellement sur des variables internes à la gestion de l'entreprise, comme le rendement en dividendes et son taux de croissance et ignorent les variables ou les conditions du marché financier : taux d'intérêt, prime de risque. De plus, ils font abstraction de la variable risque. Le seul modèle proposé par la théorie financière pour contourner la difficulté liée à la variable risque est le MEDAF. La relation du MEDAF permet de trouver le taux de rentabilité exigé, compte tenu du risque présenté par l'investissement ^{«108»}.

Ce modèle explique que le risque total d'une action peut être décomposé en risque systématique et risque spécifique. Le risque spécifique est propre au titre ou à l'action et il peut être éliminé grâce à une bonne politique de diversification. Les pertes sur un titre peuvent être compensées par les gains réalisés sur les autres titres. Il suffit, donc, de diversifier son portefeuille pour échapper au risque spécifique. Ce risque est dénommé également risque diversifiable ^{«109»}. Quant au risque systématique, il n'est pas diversifiable et de ce fait, ne peut pas être éliminé. Selon le Medaf (Modèle d'évaluation des actifs financiers), il est le seul risque rémunéré. Il se mesure par le coefficient β ^{«110»}. Ce risque représente la réaction du titre aux fluctuations du marché. Autrement dit, le coefficient β traduit et mesure la volatilité de la rentabilité d'une action par rapport à la rentabilité du marché. C'est ainsi qu'il est égal à la covariance de l'action et du marché rapporté à la variance du marché. Le risque mesuré par le coefficient β est un risque non diversifiable parce qu'il exprime le risque du marché et non d'une action (risque spécifique). Plusieurs cas peuvent se produire en fonction de la valeur de β , car elle peut être égale, supérieure ou inférieure à un.

Une valeur de β supérieure à un signifie que la rentabilité d'une action connaîtra une variation ou une volatilité plus forte que la rentabilité du marché, l'action est volatile et amplifie les mouvements du marché. Un β inférieur à un indique que la rentabilité d'une action a une amplitude de volatilité moins forte que celle du marché, c'est-à-dire l'action fluctue moins que le marché. Enfin, un β égal à un indique que l'action suit le marché et reproduit les mouvements de celui-ci.

Ainsi, un bêta égal à 2 indique que la volatilité ou la variation de la rentabilité de l'action, à la hausse ou à la baisse, sera amplifiée de 2 par rapport à celle du marché. Si, par exemple, la rentabilité du marché connaîtra une variation à la hausse de 4%, celle de l'action connaîtra une augmentation de $2 \times 4\% = 8\%$. L'action est très volatile et fluctue plus que les mouvements du marché. Il en est de même pour la

¹⁰⁷ Patrick Piget, Op. Citée, Page 104.

¹⁰⁸ Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye « Finance d'entreprise », Dunod, Paris, 2007, Page 103.

¹⁰⁹ Gérard Charreaux, Op. Citée, Page 144.

¹¹⁰ Georges Langlois, Michel Mollet : « Manuel de gestion financière », Berti Editions, Paris, 2011, Page 309.

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

variation à la baisse. Si, par exemple, la rentabilité du marché baisse de 4%, celle de l'action baissera de 8%. L'action devient très volatile par rapport au marché.

Quant au bêta dont la valeur est inférieure à un, il indique une fluctuation de l'action moins forte que celle du marché. Ainsi, un bêta de 0,5 avec une augmentation de la rentabilité du marché de 3%, entraîne une augmentation de la rentabilité de l'action de $3\% \times 0,5 = 1,5\%$. Ceci indique une fluctuation moins forte que celle du marché. Il en est de même pour toute variation à la baisse. Si par exemple la rentabilité du marché baisse de 3%, celle de l'action chute que de 1,5%. La volatilité de l'action est toujours moins forte même à une variation à la baisse. Généralement, la valeur de bêta (β) est estimée par les cabinets d'expertise.

2-3/ Le coût de la dette et la valeur de l'entreprise

Il n'y a pas de ressources financières gratuites. Que l'entreprise fasse appel au financement par fonds propres ou par dettes, elle est tenue de rémunérer les risques inhérents à chacun de ces modes de financement.

Les dettes, comme les fonds propres, font supporter à l'entreprise un coût dit taux d'intérêt. Lequel est le taux de rentabilité qui est exigé par les créanciers financiers, compte tenu de la situation actuelle de l'entreprise ^{«111»}. Il n'est pas la moyenne pondérée des dettes passées mais le taux d'intérêt actuel car le taux d'actualisation ou le coût du capital, servant à évaluer les projets d'investissement actuels, doit être composé logiquement des coûts actuels et non passés, reflétant le montant actuel et présent des ressources utilisées pour financer ces projets. En effet, l'étude ne devient significative qu'en tenant compte des coûts de fonds propres et de dettes actuels lors de l'évaluation des projets d'investissement. Illogique d'utiliser un taux d'actualisation reflétant le coût des ressources passé et non actuel pour évaluer des projets d'investissement actuels.

L'avantage de la dette est qu'elle permet en de ça d'un certain seuil de bénéficier d'un avantage fiscal non négligeable, lié à la déductibilité des charges financières réduisant le montant du bénéfice imposable. Certes, lors de la détermination du coût de la dette, il faut tenir compte de cet avantage. Ainsi, le coût d'un emprunt correspond au taux d'intérêt actuel diminué de l'impôt sur les bénéfices des sociétés du fait que les intérêts sont fiscalement déductibles. L'objectif est de tenir compte de l'avantage fiscal dans le calcul du coût des dettes, et ce en le calculant après l'impôt sur le bénéfice de la société. Ainsi, c'est le coût net qui est utilisé : taux de dettes x (1- IBS) ^{«112»}

3/ Le coût du capital : un élément essentiel pour la valeur

L'appréciation de la création de valeur ne se fait qu'en se basant sur le coût du capital, car il représente la rentabilité minimum que doivent réaliser les entreprises en

¹¹¹ Annaïck Guyvarc'h, Arnaud Thauvron : « Finance », Editions Foucher, Paris, 2010, Page 43.

¹¹² Annaïck Guyvarc'h, Arnaud Thauvron, Op. Citée, Page 43.

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

investissant les fonds mis à leur disposition. Ces fonds proviennent des actionnaires et des créanciers qui, certes, exigent un taux de rentabilité rémunérant leur participation. De ce fait, la création de valeur s'apprécie en comparant le taux de rentabilité exigé dit coût du capital au taux de rentabilité réalisé. Les investissements entrepris sont d'autant plus intéressants et créateurs de valeur que leur rendement est supérieur au coût du capital. Ce dernier joue, donc, un rôle crucial dans l'évaluation et l'estimation de la création de valeur du fait qu'il reflète le coût des ressources ayant contribué au financement des investissements. Le coût du capital est la moyenne pondérée du coût des fonds propres et du coût de la dette, compte tenu de leur poids respectif dans la structure financière de l'entreprise et du taux de l'impôt sur les sociétés ^{«113»}. Il est donné par la relation suivante :

$$CMPC = K_{cp} \times \frac{K_p}{K_p + D} + K_d(1 - IBS) \frac{D}{K_p + D}$$

Soient les notations suivantes :

CMPC : Coût moyen pondéré du capital ;

K_{cp} : Coût des capitaux propres ;

K_d : Coût des dettes financières ;

K_p : Capitaux propres ;

D : Dettes ;

IBS : Taux d'impôt sur les bénéfices des sociétés.

A mesure que le coût du capital augmente, l'entreprise est contrainte d'augmenter sa rentabilité pour créer de la valeur, car le coût des ressources ne représente que le rendement minimum que doit réaliser l'entreprise et le rendement que les actionnaires s'attendent à percevoir s'ils placent leur fonds dans un projet financier similaire ^{«114»}. Tout rendement supérieur au rendement minimum exigé constitue une richesse au-delà de la norme, qui profite à l'entreprise. Toutefois, une meilleure combinaison des ressources s'impose afin de bénéficier des avantages de chacun des modes de financements.

3-1/ Les critères justifiant l'importance du coût des fonds propres par rapport à celui des dettes

Toute entreprise faisant appel au financement par fonds propres et par dettes supporte des coûts inhérents à la nature de ses ressources, constituant ainsi le coût du capital. Ceci étant, le choix de financement influence considérablement celui-ci.

Le choix de financement entre fonds propres et dettes soulève la question de distinction entre ces deux ressources et suscite de s'interroger sur les critères qui les différencient. S'agissant des fonds propres, ils diffèrent des dettes sur plusieurs points. D'une part, ils ne sont pas exigibles, leur existence est permanente et procurent aux

¹¹³ Annaïck Guyvarc'h, Arnaud Thauvron, Op. Citée, Page 43.

¹¹⁴ Sélina Ben Ammar Ben Yedder, Op. Citée, Page 163.

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

actionnaires un droit de décision et de contrôle. Tandis que les dettes doivent être remboursées, les capitaux propres restent à la disposition de l'entreprise pour une période indéterminée ^{«115»}. D'autre part, leur rémunération est indexée sur la rentabilité. Quant aux dettes, leurs caractéristiques diffèrent totalement de celles des fonds propres, car elles sont exigibles et moyennant le versement des intérêts contractuellement fixé. Aucune prérogative de contrôle ou de gestion n'est accordée aux créanciers. Ainsi, la contrepartie de leur participation au financement de l'entreprise se limite au remboursement de la dette, moyennant le versement d'intérêts indépendamment du résultat réalisé. Toutefois, il suffit qu'une de ces caractéristiques soit commune à ces deux ressources (fonds propres et dettes) pour qu'elle ne suffise plus à distinguer leur nature respective. Tel est le cas des titres hybrides dont les caractéristiques sont partagés entre fonds propres et dettes. Ces titres indiquent la distinction complexe et brouillé entre fonds propres et dettes.

De plus, le capital-action peut représenter une option d'achat des actifs, donnant le droit aux actionnaires d'être les propriétaires exclusifs de l'entreprise, et ce en achetant les dettes par le remboursement total des créanciers. L'option est un droit accordé aux actionnaires mais une obligation pour les créanciers, puisque ces derniers n'ont pas le droit de renoncer à la vente de leurs créances une fois l'option d'achat est levée par les actionnaires.

D'un point de vue risque/rentabilité, les fonds propres sont plus risqués que les dettes et donc plus coûteux, et ce du fait que leur rémunération est tributaire de résultats réalisés. Ainsi, quand le résultat réalisé est bénéficiaire, il profite à la fois à l'entreprise et aux apporteurs de capital-action et quand il est déficitaire, ces derniers perdent et ne reçoivent rien en contre partie. Ajouter à cela, qu'en cas de liquidation, les actionnaires sont remboursés après les créanciers. Bien que les actionnaires soient les créanciers résiduels, il n'en demeure pas moins qu'ils disposent d'une prérogative de taille à savoir le contrôle et la gestion, leur permettant de participer à la prise de décision et au contrôle au sein de l'entreprise et d'assumer, ensuite, les conséquences de leur décision. C'est la raison de vouloir investir en actions, si non aucun bailleur de fonds n'aurait intérêt à être actionnaire. C'est ainsi que les analystes justifient l'importance du coût des fonds propres par rapport à celui des dettes.

3-2/ Les facteurs influençant le coût de capital

Il y a toute une panoplie de facteurs susceptibles d'influencer le choix entre fonds propres et dettes et, par conséquent, le coût du capital et la valeur de l'entreprise. Etant donné que le coût du capital est décomposé en coût de dettes et de fonds propres pondéré par le poids respectif de chaque ressource, tout risque lié à ces ressources affecte, automatiquement, le coût du capital. Ainsi, le recours accru à l'endettement fait supporter à l'entreprise des coûts de faillite élevé, pouvant facilement contrebalancer les avantages fiscaux procurés par l'endettement. Un risque de faillite élevé augmente le coût de la dette, rendant ainsi le taux de rentabilité exigé par les actionnaires plus élevé. Au total, le risque de faillite va entraîner une augmentation de

¹¹⁵ Annaïck Guyvarc'h, Arnaud Thauvron, Op. Citée, Page 64

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

coût du capital du fait que la situation de l'entreprise devient vulnérable, suite aux difficultés de lever à nouveau des capitaux pour financer de nouveaux projets et de saisir de nouvelles opportunités de croissance. Ces difficultés ont pour principal corollaire la perte de confiance des investisseurs. Ce sont autant de raisons qui affectent l'image et la valeur de l'entreprise et font, en conséquence, augmenter son coût du capital. Afin d'éviter de telles situations, toute entreprise est tenue de déterminer un seuil d'endettement en dessous duquel les opportunités de création de valeur augmentent, et à partir duquel tout recours à l'endettement augmente le coût du capital et diminue la valeur de l'entreprise.

De plus, le coût du capital est influencé par les coûts d'agence et de signalisation. Par ailleurs, plusieurs auteurs, M. Jensen et W. Meckling, d'une part, S. Grossman et O. Hart, d'autre part, ont montré que le recours à une politique d'endettement peut faciliter la résolution des conflits d'agence ^{«116»}. En effet, dans une économie incertaine caractérisée notamment par l'asymétrie informationnelle et l'opportunisme des dirigeants, tout contrôle exercé par les propriétaires (actionnaires) sur ces derniers entraîne des coûts élevés dits coûts d'agence. Mais le recours à l'endettement peut constituer un moyen de discipliner les dirigeants, en réduisant les cash-flows libres à leur disposition pouvant être source de conflit en les investissant dans des projets s'opposant à ceux des actionnaires. De surcroît, l'endettement incite les dirigeants à la bonne gestion et à la performance au risque de perdre leur emploi et des avantages en nature, car la bonne gestion est la source de cash-flows destinés prioritairement au remboursement de la dette. C'est ainsi que la dette évite à l'entreprise des dépenses inutiles dites de « standing ».

En l'absence de dette, le risque de mauvais emploi de free cash-flow augmente en élevant la marge discrétionnaire et la liberté d'action des dirigeants. C'est pourquoi l'endettement permet aux investisseurs de se faire une idée sur la qualité de la gestion des entreprises et constitue, de ce fait, un bon signal pour le marché caractérisé notamment par l'asymétrie informationnelle. Il constitue donc un moyen de communication.

Le choix entre les fonds propres et les dettes est aussi influencé par la nature des actifs à financer ou la spécificité des actifs. Ainsi, les actifs industriels fortement aléatoires nécessitent un financement dont le remboursement est loin dans le temps tel que les fonds propres. Tel est le cas pour les entreprises qui investissent dans la recherche et développement. Dans le cas de ces investissements, il sera davantage possible de faire appel aux fonds propres qu'aux dettes, car ces dernières exigent un échéancier de remboursement contractuellement fixé à l'origine et les investissements en technologie ou en recherche et développement sont difficilement liquides et impliquent des coûts de désengagement très élevés. Contrairement aux projets facilement redéployables, il sera davantage possible de faire appel aux dettes qu'aux fonds propres. Ainsi, à l'arrivée de l'échéance, si l'entreprise trouvera des difficultés à

¹¹⁶ Gérard Hirigoyen et Jean-Pierre Jobard, « Financement de l'entreprise : évolution récente et perspectives nouvelles », Encyclopédie de gestion, sous la direction de Yves Simon-Patrick Joffre, Economica, 1997, Page 1362.

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

faire face à ses engagements, il lui sera facile de vendre les actifs ou les projets auxquels est destiné le financement. A l'appui de cette analyse, la spécificité ou la nature des actifs influence le choix de financement entre fonds propres et dettes et donc le coût du capital. Par ailleurs, la dette peut constituer le moyen de financement le plus favorisé par les entreprises. Ces dernières, dans une perspective de création de valeur, peuvent limiter le choix de la structure financière aux seuls avantages qui peuvent être procurés par l'endettement. Ce point fera l'objet de la deuxième section de ce chapitre.

Section 2 : Le financement par dettes : dans quelle mesure est-il un levier créateur de valeur ?

La dette constitue un moyen de financement indéniable participant aux perspectives de croissance de l'entreprise. Comparativement aux fonds propres, elle représente la source de financement la moins coûteuse permettant à l'entreprise d'y faire appel dès que nécessaire puisqu'elle facilite les procédures de financement. Par ailleurs, plusieurs entreprises considèrent que l'endettement n'est pas seulement leur dernier recours lorsque les autres ressources s'avèrent insuffisantes, il est aussi un moyen de financement procurant toute une panoplie d'avantages. De ce fait, la dette n'est pas conçue comme une ressource résiduelle, recherchée dès que les fonds propres font défaut, elle est aussi recherchée pour ses divers avantages à savoir : fiscaux, disciplinaires et de maximisation de la rentabilité des actionnaires. Faut-il s'endetter au maximum pour bénéficier de ces avantages ?

L'objectif de cette section est d'étudier le rôle de la dette dans l'entreprise et sa contribution à la création de valeur intrinsèque et actionnariale.

1/ La dette, un moyen de financement ou un moyen de maximisation de richesse ?

La dette est considérée comme un moyen de financement lorsque les entreprises y font appel dans des conditions contraignantes, caractérisées par l'insuffisance des autres ressources notamment de l'autofinancement et des fonds propres. Dans ce cas, elle est une ressource résiduelle permettant à l'entreprise de pallier le manque et l'absence de moyens financiers. Toutefois, elle n'est octroyée que si l'entreprise demandeuse de crédit est dotée d'une capacité d'endettement lui permettant de s'endetter davantage. En plus, les potentialités de croissance et la solvabilité font partie intégrante des conditions d'octroi de crédit. De ce qui précède, la dette est conçue comme un moyen de financement contribuant au développement de l'entreprise, et ce en comblant le besoin de financement à court et long terme.

Par ailleurs, la dette peut être sollicitée par l'entreprise pour des raisons autres que le besoin de financement car elle peut procurer des avantages d'ordre fiscaux et disciplinaires. Cela dit, la structure financière de l'entreprise ou le choix entre fonds propres et dettes influence la valeur de l'entreprise. Selon Andrade et Kaplan (en octobre 1998), « Au total, les opérations à effet de levier paraissent globalement créatrice de valeur et hautement recommandable pour toutes les entreprises

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

enregistrant de bonnes performances économiques et travaillant dans des secteurs matures» ¹¹⁷, et ce au travers les économies fiscales réalisées sur les intérêts financiers. Ceci nous amène, donc, à s'interroger sur les raisons pour lesquelles l'entreprise s'endette et sur les facteurs dont dépend le niveau d'endettement. Le niveau d'endettement dépend- t-il, beaucoup plus, des opportunités de croissance ou des avantages fiscaux ?

2/ La dette comme une variable d'ajustement des ressources aux besoins de financement

La dette peut être gérée de manière passive lorsque l'objectif principal d'y faire appel est de pallier l'insuffisance de moyens financiers ou de ressources dont l'entreprise a besoin pour financer son exploitation et ses investissements. Concernant le financement des investissements, il nécessite des dettes dont la durée de remboursement doit être au moins égale à la durée de réalisation de projet. Quant au financement de l'exploitation, les dettes octroyées sont d'une exigibilité courte, ne dépassant pas une année d'exercice. Il s'agit des crédits de délai de paiement et des crédits de trésorerie. Les premiers ne moyennant aucun versement de l'argent liquide, contrairement aux deuxièmes dont l'objectif est de couvrir les insuffisances de trésorerie.

2-1/ La dette : un moyen de financement résiduel à long terme

Les entreprises font appel au financement par endettement à long terme lorsque les fonds propres font défaut. En effet, le crédit à long terme comble et complète le financement des investissements par fonds propres car l'insuffisance de ces derniers n'entraîne pas, pour autant, l'arrêt et le blocage des investissements. Il suffit de recourir à la dette pour que l'entreprise assure la perpétuité de son développement même dans des conditions difficiles. Dans ce cas, la dette est considérée comme une ressource résiduelle dont l'entreprise y fait appel quand l'autofinancement est faible.

2-2/ La dette : un moyen de financement résiduel à court terme

Il s'agit des dettes de trésorerie telle que les concours bancaires de trésorerie dont la fonction est de pallier les insuffisances de trésorerie à court terme. L'entreprise fait appel à ces dettes quand une bonne gestion de trésorerie fait défaut. En effet, les dettes de trésorerie permettent à l'entreprise de saisir les opportunités de croissance, se présentant dans l'immédiat et de renforcer sa flexibilité financière. Etant donné qu'elle complète le financement par fonds propres, la dette ressort comme un moyen de financement résiduel.

¹¹⁷ Hélène Rainelli-Le Montagner : « Nature et fonction de la théorie financière », Finance PUF, Paris, 2003, Page 71

3/ L'endettement comme un levier créateur de valeur

Le recours à l'endettement ne se limite pas seulement aux comblements des besoins de financement, ressortant ainsi comme une variable d'ajustement des ressources aux besoins de financement. Il peut constituer un moyen de se procurer plusieurs avantages. Dans ce cas, la dette est utilisée parce qu'elle est plus opportune que les fonds propres. Elle procure à l'entreprise des avantages autres ceux liés au financement de sa croissance. Il peut s'agir des avantages fiscaux, disciplinaires,...etc.

3-1/ La dette comme un moyen de création de richesse

La fonction de la dette n'est pas statique, elle peut faire l'objet d'une gestion active et dynamique dans le temps. En effet, l'entreprise peut s'endetter, sans pour autant avoir besoin de liquidité. Elle s'endette rien que pour profiter des taux d'intérêts plus avantageux. A contrario, elle peut se désendetter en anticipant le remboursement de ses dettes dans l'objectif de reconstituer sa capacité d'endettement.

A l'appui de l'analyse et la gestion dynamique de la dette, cette dernière ne doit pas se limiter au seul moyen de financement résiduel dont les entreprises y recourent pour palier les insuffisances de trésorerie. Au contraire, elle est une ressource substituable aux fonds propres. Son coût affecte aussi celui des fonds propres. L'augmentation du risque financier conduit les pourvoyeurs de fonds à exiger une rentabilité plus importante ^{«118»}. En effet, les dettes font augmenter les coûts fixes de l'entreprise, étant donné qu'elles sont rémunérées par des échéanciers fixes dont le taux d'intérêt est initialement et contractuellement fixé. Ces coûts fixes influencent, certes, la rentabilité des actionnaires. Ainsi, l'endettement fait peser un risque élevé sur la rentabilité des actionnaires dans la mesure où la rentabilité des actifs économiques, voire des projets financés s'avère insuffisante pour couvrir les coûts. Dans ce cas, le poids des coûts fixes influence négativement la rentabilité revenant aux actionnaires, en réduisant leur profit résiduel. Toutefois, si les actifs financés sont efficacement exploités et leur rentabilité couvre largement les coûts fixes, la rentabilité financière n'est pas affectée et les actionnaires ne sont pas lésés. Dans ces conditions, la dette améliore et multiplie la rentabilité des fonds propres étant donné que les intérêts sont fiscalement déductibles par l'entreprise. Faut-il emprunter autant que les entreprises peuvent le faire et pas seulement quand elles sont contraintes ?

Aussi intéressant soient-ils, les avantages procurés par le recours accru à l'endettement exposent l'entreprise à un risque non négligeable. C'est ainsi que l'entreprise hésite entre la prudence et la prise de risque. Etre prudent, c'est recourir à l'endettement tout en tenant compte de la contrainte de liquidité. En revanche, prendre le risque c'est s'endetter dans le seul but d'escompter une forte rentabilité. Il ressort alors que la dette peut être utilisée comme ressource d'appoint et comme levier de

¹¹⁸ Jean-Florent Rérolle : « Financement de l'entreprise et création de valeur », article paru dans l'ouvrage « Finance d'entreprise et finance de marché, principes et applications », édition village mondial, Paris, 1998, Page 112.

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

rentabilité. Le choix entre ces deux fonctions dépend principalement du degré de prise de risque par l'entreprise.

3-2/ La dette comme un levier de rentabilité

Il est attribué à la dette trois principales fonctions. Elle sert de ressources d'appoint permettant de poursuivre, dans le temps, la politique d'investissement initialement définie par l'entreprise; elle assure plusieurs avantages se répercutant positivement sur la valeur de l'entreprise ou sur sa valeur intrinsèque et boursière; et elle est une partie intégrante de la structure financière de l'entreprise.

La dette est un levier de rentabilité d'abord par rapport à l'investissement car elle assure la continuité de l'activité de l'entreprise, en évitant la rupture de la stratégie d'investissement, lorsque la contrainte financière s'impose par l'insuffisance d'autofinancement.

De plus, elle est un facteur déterminant de la structure financière. Le taux d'endettement influence le coût des ressources exigé par les actionnaires. A un taux d'endettement élevé, correspond un risque élevé entraînant l'augmentation du coût de capital-action. Il est attribué à la dette deux principaux risques. Le risque lié à la faillite et celui lié au coût du capital-action. Le premier est lié à l'incapacité de l'entreprise à faire face à ses échéances et le second est lié à l'augmentation corollaire du coût des ressources apportées par les actionnaires. Par ailleurs, l'endettement offre des avantages fiscaux liés à la déductibilité des taux d'intérêt.

3-2-1/ L'endettement et la rentabilité économique

La rentabilité se définit comme l'aptitude de l'entreprise à dégager des bénéfices. Elle s'exprime par le rapport entre les résultats qu'elle obtient (les marges dégagées) et les moyens mis en œuvre à cet effet. Elle résulte de l'ensemble des actifs physiques et financiers détenus par l'entreprise : son capital économique. «¹¹⁹»

La création de richesse repose sur la fameuse relation entre la rentabilité économique et le coût des ressources. La première variable désigne le rendement distribuable aux apporteurs de fonds à savoir les créanciers et les actionnaires. Il s'agit des flux dégagés par l'entreprise et que l'exploitation permet de restituer aux apporteurs de ressources. La rentabilité économique est liée à la performance économique quels que soient les modes de financement mis en œuvre et toutes ressources financières «¹²⁰». La deuxième variable indique, quant à elle, les exigences de rémunération des créanciers et des actionnaires, en tenant compte du risque lié à la nature de l'activité et la structure financière de l'entreprise. Delà, il ressort que l'entreprise doit s'engager dans des investissements offrant une rémunération supérieure aux coûts des ressources, pour qu'elle réponde aux anticipations et aux

¹¹⁹ Jérôme Caby et Jacky Koehl : « Analyse financière : Avec un cas d'entreprise », Dareios & Pearson, Paris, 2012, Page 61.

¹²⁰ Yves-Alain Ach, Catherine Daniel : « Finance d'entreprise », Hachette, Paris 2004, Page 213

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

exigences des apporteurs de dettes d'une part et des apporteurs de capital-actions d'autre part. L'enrichissement des actionnaires se mesure par l'excès de rentabilité économique sur le coût du capital. La principale règle indiquant une bonne gestion et une création de valeur est que la rentabilité économique soit au moins égale au coût du capital.

Rappelons que le coût du capital est le produit du coût des dettes et des actions et le poids respectif de chaque ressource. Le coût de la dette influence considérablement celui des actions car toute augmentation du taux d'endettement est suivie d'une augmentation de coût entraînant, en conséquence, l'augmentation de risque supporté par les actionnaires. Ces derniers à leur tour, augmentent leur rémunération attendue. Un coût de capital-action élevé ne traduit que la réaction des actionnaires quant à la baisse de leur part dans la structure financière.

Par ailleurs, l'incidence de l'endettement sur le rendement des fonds propres, revenant aux actionnaires ne s'apprécie et ne se mesure qu'au travers la fameuse relation entre l'endettement et la rentabilité économique. Ainsi, la rentabilité économique peut être supérieure ou inférieure au coût de l'endettement. Si elle est supérieure, elle traduit une bonne situation financière se répercutant positivement sur la rentabilité financière, et indique que l'endettement peut faire augmenter la richesse des actionnaires au lieu de la détruire. En revanche, si le rendement des actifs investis est insuffisant pour couvrir le coût de l'endettement, la rentabilité financière décroît et devient négative. C'est pourquoi les actionnaires s'intéressent, avant de s'engager dans quelque entreprise, aux rendements futurs des actifs, voire des investissements. A l'appui de cette analyse, la rentabilité financière recherchée par les actionnaires dépend de la rentabilité économique réalisée. La relation entre les deux rentabilités traduit l'impact de l'endettement, qu'il soit positif ou négatif, sur la valeur.

3-2-2/ L'impact de l'endettement sur la création de valeur

Le développement de toute entreprise dépend de sa politique d'investissement, de son exploitation et des ressources financières mises à sa disposition. Ces ressources proviennent des créanciers et des actionnaires et entraînent des coûts que l'entreprise doit être en mesure de couvrir grâce aux rendements de ses investissements. En effet, ceci ne peut se réaliser qu'en investissant les capitaux empruntés dans des investissements qui génèrent un taux de rentabilité supérieur au taux d'intérêt de ces capitaux. Bien que l'endettement génère des charges financières contractuellement fixées, il peut impacter positivement la rentabilité financière. Comment l'endettement permet-il d'accroître le rendement revenant aux actionnaires ?

Pour répondre à cette question, il y a lieu de faire un rapprochement entre la rentabilité financière donc des fonds propres et la rentabilité des actifs financés par l'endettement. De ce rapprochement, il ressort que la rentabilité financière dépend de la rentabilité économique et de l'effet d'endettement. Cette relation peut s'écrire comme suit : $\text{rentabilité financière} = \text{rentabilité économique} + \text{levier d'endettement}$. Le levier d'endettement renferme l'impact des charges financières et l'impact de

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

l'endettement total. Cet impact est déterminé au travers des capitaux propres et du coût de l'endettement. Ainsi, la formule de rentabilité financière s'écrira :

$$\text{Rentabilité financière} = \text{Rentabilité économique} + (\text{rentabilité économique} - \text{coût de la dette}) \times \frac{\text{Endettement}}{\text{Capitaux propres}}$$

En présence d'impôt, la formule devient :

$$\text{Rentabilité financière} = [\text{R. économique} + (\text{R. économique} - \text{coût de la dette}) \times \frac{\text{Endettement}}{\text{Capitaux propres}}] \times (1-i), \text{ avec } i : \text{taux d'imposition.}$$

La différence entre le taux de rentabilité économique et le taux de rémunération des capitaux empruntés n'est que la traduction de l'effet de levier et le rapport montant d'endettement et capitaux propres explique l'effet multiplicateur du levier d'endettement. A l'appui de cette analyse, on constate qu'en introduisant l'impact de la fiscalité, la valeur de l'entreprise endettée est égale à la valeur de l'entreprise non endettée augmentée de la valeur actuelle de ses économies fiscales futures «¹²¹», et par conséquent, une entreprise non endettée ne peut avoir un effet de levier. Ce dernier est l'apanage des entreprises endettées, lesquelles ne peuvent bénéficier des avantages de l'endettement liés à l'effet de levier que sous certaines conditions. D'abord, la rentabilité économique doit être positive car si elle ne l'est pas, l'effet de levier ne fait qu'amplifier les pertes ou la mauvaise situation de la rentabilité financière. Puis, elle doit être égale ou supérieure au coût de la dette car même si la rentabilité économique est positive mais que le coût de la dette est beaucoup plus supérieur, l'effet de levier rend la rentabilité financière d'autant plus négative. Dans ce cas, cet effet dit effet de massue n'a qu'un impact négatif sur la rentabilité financière.

Dans la mesure où tout recours au financement par dettes entraîne la rentabilité financière à la hausse, en générant des revenus supérieurs au coût de la dette, l'entreprise est tenue de financer chaque investissement supplémentaire par la dette.

Une autre manière d'apprécier l'impact de l'endettement sur la rentabilité des fonds propres consiste à analyser la formation de celle-ci, laquelle est fonction des choix stratégiques de l'entreprise. L'analyse de l'origine de la formation de la rentabilité financière se fait à partir de plusieurs ratios représentant la gestion de l'entreprise, car cette rentabilité n'est que la résultante des principales décisions stratégique des dirigeants en matière de production, d'investissement et de financement. Ainsi, le ratio de la rentabilité financière, qui est égal au rapport bénéfice net sur fonds propres, peut être décomposé en plusieurs ratios renseignant sur la politique d'investissement, de financement, de production et commerciale.

¹²¹ Jean-Florent Rérolle, Op. Citée, Page 112

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

$$\begin{aligned} \text{Rentabilité financière} &= \frac{\text{Bénéfice net}}{\text{Fonds propres}} \\ &= \frac{\text{Bénéfice net}}{\text{Chiffre d'affaires}} \times \frac{\text{Chiffre d'affaires}}{\text{Actif total}} \times \frac{\text{Actif total}}{\text{Fonds propres}} \dots (1) \end{aligned}$$

$$(1) = \frac{B.net}{CA} \times \frac{CA}{Actif T} (1 + \lambda). \quad \text{avec } \lambda = \frac{\text{Dettes financières}}{\text{Fonds propres}}$$

Chacun de ces ratios exprime les étapes et les politiques contribuant à la formation de la rentabilité des fonds propres.

En effet, le rapport bénéfice net sur chiffre d'affaires étant le taux de profit net ou le taux de marge nette exprime la capacité de l'entreprise à couvrir ses charges par le chiffre d'affaires réalisé et donc à dégager des bénéfices. En d'autres termes, ce taux indique la proportion du chiffre d'affaires réalisée après la couverture de la totalité des charges. Il répond à la question suivante : « pour un euro de ventes annuelles, combien de centimes d'euros ma société dégage-t-elle en résultat ? » ¹²². En ce sens, ce taux doit être positif. S'il ne l'est pas, il n'est que la traduction de pertes dégagées sur l'exploitation de l'entreprise, indiquant une mauvaise gestion en termes de politique de production et commerciale. L'amélioration de ce ratio dépend principalement d'une bonne gestion des coûts, améliorant le numérateur et d'une bonne politique de prix améliorant le dénominateur. Ainsi, le taux de profit net est d'autant meilleur que l'entreprise réduit ses coûts et vend au meilleur prix. Toutefois, lors de calcul de ce ratio, il est préférable de faire abstraction de résultat hors exploitation ou exceptionnel, et ce pour avoir un taux de profit net bien précis relevant de l'activité principale ou de l'exploitation indépendamment de l'activité exceptionnelle et de l'impôt sur le bénéfice des sociétés.

Le rapport entre le chiffre d'affaires et l'actif total dit aussi le coefficient de rotation des actifs économiques renseigne sur le chiffre d'affaires réalisé par un dinar d'actif économique investi. Il renseigne donc sur l'utilisation des capitaux investis destinés au financement de l'actif économique. Plus, il est élevé, plus il y a une forte utilisation des capitaux investis.

Le ratio dettes financières sur fonds propres exprime la politique de financement de l'entreprise et mesure la quantité de dettes financières pour un dinar de fonds propres. Il est l'effet multiplicateur de levier d'endettement à la hausse et à la baisse. A la hausse, lorsque la rentabilité des actifs économiques est supérieure au coût des dettes financières. En revanche, lorsque celle-ci est inférieure au coût des dettes, l'effet multiplicateur ne fait qu'aggraver la situation en rendant la rentabilité financière d'autant plus négative.

¹²² Christophe Thibierge : « Analyse financière », Vuibert, Paris, 2011, Page 73.

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

La décomposition du ratio de rentabilité financière constitue un levier décisionnel en termes de création de valeur, en permettant à l'entreprise d'agir sur les composantes de chacun de ces ratios. Et delà, elle améliore la rentabilité revenant aux actionnaires.

L'effet de levier financier renseigne sur la situation de la rentabilité financière en fonction de la politique de financement de la firme. Il traduit donc l'incidence de la structure financière sur la rentabilité de l'entreprise.

Ceci nous amène à s'interroger sur les facteurs qui déterminent le choix de la structure financière. Le choix de cette dernière doit-il se limiter aux seuls avantages fiscaux procurés par l'endettement ?

Pendant longtemps, le recours à l'endettement est considéré comme un moyen de créer de la valeur pour les actionnaires, via la maximisation de la rentabilité financière, sous réserve que le rendement des projets soit au moins égal au coût des ressources. L'entreprise doit, donc, être prudente quant au choix de sa structure financière d'autant plus que le recours accru à l'endettement augmente à la fois le risque financier (d'illiquidité, de faillite,...) et le risque pris par les actionnaires, entraînant, de ce fait, l'augmentation du coût des fonds propres. Etant donné que dans beaucoup de cas, le recours à l'endettement permet de bénéficier de l'effet de levier de la dette conférant un avantage fiscal, et de limiter la marge de liberté des dirigeants en évitant d'entreprendre des projets à fort risque et dont la rentabilité est incertaine; l'endettement est conçue comme un moyen d'élimination des opportunités de détruire de la valeur. Toutefois, les raisons pour lesquelles une telle structure financière est privilégiée plutôt qu'une autre sont principalement liées à l'impact de choix de financement sur la rentabilité des actifs économiques. Il est clair que lorsque la rentabilité économique est modifiée, l'effet de levier ne traduit que cette modification affectant ainsi la rentabilité financière. Cela dit, les facteurs qui déterminent le choix de la structure financière sont donc ceux qui affectent la rentabilité des actifs économiques. Lesquels dépendent plus des opportunités stratégiques que l'entreprise a la capacité d'exploiter. Dès lors, les entreprises dont la valeur dépend principalement des opportunités d'investissement et de croissance et ayant un accès privilégié à des opportunités stratégiques futures doivent limiter leur recours à l'endettement par rapport à celles qui n'ont pas accès à de telles opportunités.

4/ La contribution de la politique de financement à la création de valeur

Une entreprise réduisant l'impact de la structure financière sur la création de valeur au seul mécanisme d'effet de levier financier, ne tient pas compte réellement des impacts négatifs de l'endettement. Ainsi, le recours accru et sans limite à l'endettement bien que procurant des avantages considérables en matière de déductibilité des charges financières, peut s'avérer dans certaines situations, très périlleux. Ces avantages peuvent facilement être amortis par les risques que peut engendrer un levier trop important. Il peut s'agir des coûts directs et indirects que supportent l'entreprise et ses partenaires. Les premiers concernent les coûts de faillite

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

et les seconds sont liés à la perte de confiance des clients, des fournisseurs et à l'impossibilité de saisir des opportunités se présentant sur le marché. Ces coûts influencent négativement la valeur de l'entreprise. L'avantage fiscal, au-delà d'un certain seuil, peut donc être absorbé par les coûts de faillite. Ceci indique qu'il n'est pas facile de procéder à l'amélioration de la rentabilité exigée en agissant seulement sur le niveau du levier, car ce dernier augmente le risque et donc le coût des fonds propres. En tenant compte de ces différents effets, force est de constater que la politique de financement peut participer à la création de valeur en répondant à trois exigences ^{«123»} autre l'avantage fiscal.

4-1/ La politique de financement et la flexibilité financière

Le développement de toute entreprise dépend de sa capacité à saisir, au moment opportun, les opportunités de croissance se présentant dans un environnement de plus en plus en perpétuelle évolution. Reposant sur les occasions d'investissement futures, les opportunités de croissance doivent être exercées par l'entreprise. Cette dernière doit avoir une capacité financière considérable, lui permettant d'exercer et de profiter de ces opportunités. Le choix de sa structure financière doit dépendre donc de cette contrainte pour qu'elle ait des degrés de liberté financière. Lesquels considérés comme un des facteurs clés de succès dans une économie où la mobilisation des ressources doit être aussi rapide que possible. C'est ainsi que les entreprises dont le taux d'endettement est élevé trouvent d'énormes difficultés à mobiliser des ressources plus rapidement que leurs concurrents et, par conséquent, profitent moins des opportunités de croissance dont la valeur y dépend fortement. La politique de financement est d'autant plus créatrice de valeur que l'entreprise dispose des degrés de liberté financière.

4-2/ La politique de financement et la situation opérationnelle de l'entreprise

La mesure des risques d'exploitation, pouvant être engendrées par les investissements choisis, est essentielle et indispensable lors de l'étude de la rentabilité et des flux de liquidité anticipés. En effet, la politique de financement doit être alignée sur la situation opérationnelle de l'entreprise, et ce en choisissant l'endettement en fonction de plusieurs critères et en évitant de procéder à des allègements de sa charge fiscale grâce aux politiques d'amortissement et de provisions. Certaines entreprises utilisent ces politiques notamment lorsque la fiscalité personnelle des investisseurs réduit les avantages liés à l'endettement. Etant donné que l'avoir fiscal dont bénéficient les actionnaires augmente plus lorsque l'entreprise se désendette, cette dernière ne bénéficie pas de l'économie fiscale en se désendettant, mais elle peut être amenée à utiliser sa politique d'amortissement et de provisions comme un moyen d'alléger sa charge fiscale. Ce qui ne reflète pas, certes, la situation opérationnelle réelle de l'entreprise. De plus, la politique de financement ou le choix de la structure financière peut dépendre de la nature des investissements à entreprendre. Si ces investissements sont intangibles, nécessitant plus de technologie et d'innovation, le

¹²³ Jean-Florent Rérolle, Op. Citée, Page 113

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

l'endettement majore l'espérance de rentabilité financière sous réserve que le coût de cet endettement soit couvert par la rentabilité des actifs espérée ; l'endettement augmente le risque financier influençant et modifiant le coût des fonds propres ; l'endettement permet de bénéficier d'une économie d'impôt car les charges financières sont déductibles et l'entreprise doit arbitrer entre les avantages de l'endettement et le risque de faillite qui pèse à mesure que celui-ci augmente. De plus, la politique de financement doit dépendre beaucoup plus des opportunités de croissance et d'investissement que de quelconques avantages fiscaux qui peuvent être facilement amortis par les coûts de faillite engendrés par le recours accru et sans limite à l'endettement. En d'autre terme, le choix de la structure financière ne doit pas se limiter à l'avantage fiscal procuré par l'endettement, étant donné que ce dernier génère des coûts qui peuvent absorber totalement cet avantage. Les opportunités de croissance et d'investissement jouent un rôle important dans la mesure où elles génèrent de la rentabilité et des flux de liquidités susceptibles de couvrir largement le coût des ressources. Cette couverture influence positivement la valeur créée aussi bien au niveau interne qu'externe. La valeur externe de l'action ne traduit que la perception, voire les attentes des investisseurs de la gestion interne de l'entreprise notamment en termes d'investissement, de financement et de gouvernance.

Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

recours à l'endettement n'est pas adéquat, car en cas de difficultés financières, l'entreprise sera contrainte de désinvestir. En revanche, les projets tangibles nécessitent plus le recours à l'endettement car en cas de faillite, l'arrêt momentané de ces projets ne met pas en péril l'entreprise «¹²⁴».

4-3/ La politique de financement comme moyen de signal

La politique de financement doit être conçue comme un outil ou un moyen d'exploiter les opportunités de croissance de l'entreprise, renforçant ainsi son potentiel de création de valeur. De plus, elle doit aider le marché à construire ses anticipations de rentabilité future. Toute décision financière prise par l'entreprise doit être signalée au marché car les réactions de ce dernier font partie intégrante de processus de création de valeur, notamment pour les entreprises cotées. Elle doit rassurer les pourvoyeurs de fonds sur l'utilisation des ressources de l'entreprise. C'est ainsi que la discipline de la valeur permet de réconcilier stratégie et finance dans la prise de décision de l'entreprise «¹²⁵».

Lors du choix de la politique de financement, l'entreprise est tenue d'analyser l'impact de chaque mode de financement qu'il soit positif ou négatif. Le recours à l'endettement est créateur de valeur dans la mesure où il est choisi en fonction de plusieurs critères et en tenant compte de plusieurs facteurs à l'origine de la création de valeur. Il s'agit des facteurs liés à la flexibilité financière qui permet de profiter des opportunités d'investissements, à l'analyse de la situation opérationnelle de l'entreprise en étudiant notamment le niveau du risque d'exploitation et les conditions de l'endettement financier, et à la participation à l'émission de signaux positifs à l'égard du marché.

Conclusion du chapitre

Le choix de financement entre fonds propres et dettes traduit l'impact de la structure financière sur la rentabilité. Il relève de la direction financière, voire de la direction générale ayant pour objectif la création de valeur. Dans le seul but de répondre à cet objectif, l'entreprise doit choisir entre ces deux ressources car chacune d'elle présente des avantages et des inconvénients. Ainsi, le recours accru à l'endettement engendre des coûts élevés qui peuvent affecter la capacité de remboursement et même de financement. Il en est de même pour les fonds propres car leur coût est proportionnel au risque que subissent les actionnaires. Ce risque est d'autant plus élevé que l'endettement est important. Bien que celui-ci ait des avantages considérables liés à la déductibilité des charges fiscales, il n'en demeure pas moins qu'au-delà d'un certain seuil tout recours à l'endettement ne met qu'en péril la situation de l'entreprise, en la conduisant vers la faillite, voire le dépôt de son bilan. La politique de choix entre l'endettement et les fonds propres ne peut réussir qu'en comparant les deux ressources tout en tenant compte de trois principaux résultats :

¹²⁴ Jean-Florent Rérolle, Op. Citée, Page 115

¹²⁵ Jean-Florent Rérolle, Frank Quentin et Jean-Michel Béghin : « La discipline de la valeur », article paru dans l'ouvrage : « Finance d'entreprise et finance de marché, principes et applications », Op, Citée, Page 119

Conclusion de la première partie

Tout au long de cette partie on a bien compris que la décision d'investissement est l'assise de la création de valeur et son interrelation avec la décision de financement explique que cette dernière n'est pas neutre sur la valeur. Ces décisions créent de la valeur dans la mesure où la rentabilité des capitaux investis est supérieure au coût du capital. De plus, la gouvernance joue un rôle considérable dans la nouvelle entreprise caractérisée par la séparation du contrôle et de la propriété. Ses mécanismes mis en place, suite au changement de structure de propriété, influencent les différentes variables qui interviennent au sein de l'entreprise. Pour cela, l'orientation des choix stratégiques en termes d'investissement et de financement dépend fortement d'une bonne gouvernance. En effet, résoudre les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires est un facteur déterminant pour créer de la valeur, et ce en alignant les objectifs des premiers vers ceux des seconds.

Par ailleurs, l'influence de la gouvernance, des politiques d'investissement et de financement est mesurable, nécessitant de ce fait la mise en place des indicateurs de mesure qui reflèteront la gestion interne et les actions entreprises d'une part et les anticipations du marché sur la valeur de l'entreprise d'autres part. La création de valeur doit se gérer simultanément sur les marchés réels et sur les marchés financiers. En effet, si l'entreprise crée de la valeur sur les premiers en assurant une rentabilité supérieure au coût du capital sans pour autant faire aussi bien sur les seconds, elle décevrait les investisseurs. Il lui incombe donc de porter au maximum sa valeur intrinsèque qui dépend de ses actions stratégiques (1^{ère} partie de ce travail) et de gérer au mieux les attentes du marché financier.

Selon Lord (1932), il y a fort longtemps « ce qui ne se mesure pas, n'existe pas », autrement dit nous ne devrions pas se limiter à la définition et la détermination des facteurs à l'origine de la création de valeur, nous devrions surtout la mesurer. Partant de ce principe, si la création de valeur est l'objectif de la 1^{ère} partie, il reste à la mesurer et l'évaluer pour voir si cet objectif est atteint. En effet, Aussi intéressante soit-elle, l'étude de la création de valeur doit être accompagnée d'une étude approfondie des indicateurs internes et externes de création de valeur. Cette étude va de pair avec l'objectif de création de valeur car les éléments de chaque indicateur renseignent sur la gestion et la politique interne en termes d'investissement, de financement et même de gouvernance d'une part et, d'autre part, sur les attentes des investisseurs et du marché. C'est ce qui fait de ces indicateurs un levier décisionnel en termes de création de valeur. L'étude de ces indicateurs fera l'objet de la deuxième partie.

Partie II

Mesures et indicateurs de création de
valeur intrinsèque et boursière.

Cas des entreprises publiques
algériennes cotées à la bourse d'Alger
SAIDAL ,l'E.G.H-Aurassi

Introduction de la deuxième partie

En théorie, la stratégie nécessite la mobilisation des ressources financières, des avantages concurrentiels et des capacités d'investissement et organisationnelles afin de réussir l'objectif de création de valeur. Cette dernière, nécessite la mise en place d'indicateurs ayant pour objet de la mesurer.

Les indicateurs de création de valeur permettent de juger de la validité des modèles stratégiques de l'entreprise en termes d'investissements et de politique financière. Ils aident à porter un jugement sur les performances financières et économiques de l'entreprise, et ce à travers les différentes composantes ou variables de chaque indicateur. De ce fait, les entreprises n'ont qu'à agir sur chacune des variables dès qu'elles le juge nécessaire pour rétablir voire améliorer leur situation. Ces indicateurs reflètent donc les choix stratégiques de l'entreprise et les sources de création de valeur.

La mesure de la création de valeur nécessite la mise en place des indicateurs pertinents, intégrant toutes les dimensions du système de création de valeur de sorte que chaque indicateur reflète la réalité économique de l'entreprise d'une part et l'impact des initiatives stratégiques sur les attentes du marché d'autre part. En effet, une entreprise cotée en bourse dispose de deux valeurs : une intrinsèque et l'autre boursière. La première renseigne sur le résultat des variables qui se trouvent au cœur de la gestion de l'entreprise et la deuxième indique les attentes des investisseurs. Logiquement, ces deux valeurs sont étroitement imbriquées. Les attentes des actionnaires sont influencées par les indicateurs qui ressortent de l'analyse de la valeur au niveau interne de l'entreprise.

Une bonne appréciation de la valeur de marché (boursière) indique une bonne perception des investisseurs de la gestion interne de l'entreprise et, de ce fait, facilite la stratégie de l'entreprise car une valeur de marché élevée peut servir de monnaie d'échange commode pour une politique d'acquisition ou d'investissement en bourse. En revanche, une faible appréciation de la valeur sur le marché fragilise la situation de l'entreprise, en la rendant vulnérable face à une attaque conçue pour en prendre le contrôle.

L'objectif de cette partie est d'étudier les différents indicateurs de la valeur aussi bien internes qu'externes et les différentes actions stratégiques permettant de les améliorer.

Ces indicateurs vont nous permettre de juger de la validité et de la qualité de la gouvernance et des décisions financières de type d'investissement et de financement, en d'autres termes, ils permettent d'estimer la performance économique des dirigeants par rapport à un objectif. De plus, ces indicateurs ne renseignent pas seulement sur la qualité de la gestion interne de l'entreprise mais aussi sur la réaction des investisseurs ayant confiés leurs fonds. Il y a lieu, donc, de distinguer les indicateurs renseignant sur le résultat des variables qui se trouvent au cœur de la gestion de valeur, des indicateurs

boursiers renseignant sur les attentes des investisseurs sur le marché. Afin d'approfondir notre recherche sur ces indicateurs, cette partie est scindée en trois chapitres.

Le chapitre un traite de l'impact des politiques de gouvernance, d'investissements et de financement sur la création de valeur intrinsèque de l'action du groupe SAIDAL et de l'entreprise de gestion hôtelière AURASSI. La création de valeur intrinsèque reflète le résultat des choix stratégiques entrepris par le groupe SAIDAL et l'E.G.H AURASSI, notamment en termes de gouvernance, d'investissements et de financement. Certes, pour répondre à l'objectif de ce chapitre, on est amené à utiliser des indicateurs de mesure appropriés, à formuler des hypothèses conformes et à suivre une méthodologie adaptée, et ce dans deux contextes différents : avant et après la cotation.

Le deuxième chapitre porte sur la perception et l'appréciation des investisseurs quant aux choix stratégiques entrepris par SAIDAL et l'AURASSI. La réaction des investisseurs ainsi que leurs attentes sur le marché se reflètent par la performance boursière, qui ne peut être mesurée que par des indicateurs de même nature c'est à dire des indicateurs boursiers. Et ce, contrairement au cas du chapitre un, dans un seul contexte : après la cotation.

Le troisième chapitre étudie le lien entre la valeur intrinsèque des cas retenus et la création de valeur boursière et ce, en tenant compte des résultats dégagés des premiers et deuxièmes chapitres.

Chapitre I

L'impact des modèles stratégiques
en termes de gouvernance,
d'investissements et de financement sur
la valeur intrinsèque de l'action du
groupe SAIDAL et de L'E.G.H
AURASSI
(Avant et après la cotation).

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Introduction du chapitre

La première partie de ce travail a porté sur la contribution d'une bonne politique de gouvernance, d'investissement et de financement à la création de valeur. Chacune de ces politiques constitue un levier et une source de création de valeur car une entreprise ne réussit la création de richesse qu'en assurant au préalable une bonne gestion des relations entre les mandants et les mandataires, lui permettant d'opter pour des décisions d'investissement et de financement qui vont de pair avec l'objectif de maximisation de la valeur.

L'étude relative à l'impact de ces décisions sur la valeur a été facilitée par l'abondance des mesures de création de valeur développées par des cabinets de consultants anglo-saxons. Ces mesures permettent d'estimer la performance de la stratégie adoptée par les dirigeants par rapport à l'objectif de création de valeur. De ce fait, la mesure de la valeur doit se faire en utilisant des indicateurs appropriés et intégrant toutes les variables et les dimensions du système de création de valeur, et ce afin de juger de la validité des choix stratégiques mis en place. Cela dit, les indicateurs de mesure de valeur préconisés serviront de variables d'actions pour les dirigeants ou les responsables de l'entreprise. Ainsi, en cas de résultat non satisfaisant, les dirigeants n'ont qu'à agir sur les variables et les composantes de ces indicateurs.

L'étude de l'impact de la gouvernance et des décisions d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque d'une action nécessite de se baser et de s'appuyer sur des indicateurs adéquats et appropriés. En effet, puisqu'il s'agit de la valeur intrinsèque, les indicateurs à préconiser doivent refléter la performance économique ou la gestion interne de l'entreprise. Concernant les cas à étudier à savoir SAIDAL et l'AURASSI, l'étude s'effectuera avant et après leur cotation en bourse, et ce afin de juger de l'apport à la fois de leurs choix stratégiques et de leur adhésion en bourse à la valeur intrinsèque de l'action.

Ce chapitre sera scindé en trois sections : la première traite des indicateurs de mesure de la valeur intrinsèque renseignant sur la performance économique de l'entreprise ; la deuxième porte sur la vérification des hypothèses concernant la mesure de la valeur intrinsèque et la troisième sur la discussion des résultats obtenus sur les cas retenus.

Section 1 : Mesure et indicateurs de création de valeur économique intrinsèque de l'action

Contrairement aux mesures classiques de performance, celles basées sur la notion de création de valeur, déterminent la performance d'une entreprise en termes de richesse créée ou détruite et ce, par le biais de la prise en compte, dans leurs calculs, du coût des fonds propres injectés par les actionnaires (Bacidore et al, 1997) ¹²⁶.

Ce sont des indicateurs intrinsèques liés à la gestion interne de l'entreprise, dits aussi : indicateurs de gestion. Ils mesurent la performance économique qui s'apprécie

¹²⁶ Malek Saïhi, Op. Citée, Page 48.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

en comparant la richesse générée par l'entreprise au montant des capitaux investis pour y parvenir. Selon ces indicateurs, une entreprise réussit la création de valeur si seulement si le rendement réalisé est supérieur au coût des ressources financières utilisées. En effet, pour mieux apprécier la performance, il faut prendre en considération le coût des fonds propres, l'actionnaire recherchant aussi une rémunération de son capital qui soit en rapport avec le risque qu'il prend ^{«127»}.

La valeur intrinsèque d'une action est d'une importance considérable car elle n'est d'autre que le résultat des actions stratégiques entreprises, notamment en termes de choix d'investissement et de politique financière opportunes. En d'autres termes, c'est une valeur interne qui reflète le résultat des opérations stratégiques qui se trouvent au cœur de la gestion de valeur. Ainsi, une entreprise respectant les règles de bonne conduite en évitant les conflits d'intérêt entre les parties prenantes; investissant dans des domaines d'activités stratégiques dont le potentiel de création de valeur soit élevé et adoptant une politique de financement opportune, ne réalisera que de bons rendements qui se répercuteront positivement sur sa valeur.

Comment peut-on mesurer la création de valeur intrinsèque pour pouvoir porter un jugement sur les modèles stratégiques de l'entreprise en termes de gouvernance, d'investissements et de politique de financement ?

L'objectif de cette section est de répondre à cette question tout en expliquant les indicateurs de rentabilités et de gestion de la création de valeur.

Etant donné que l'objet de notre étude est la performance de l'entreprise et que cette notion est très large, il est important de distinguer entre les différents types de la performance (économique, financière, boursière....etc).

Pour mener à bien notre recherche, il y a lieu de cerner la notion de la performance. Cette notion a fait l'objet de plusieurs recherches en économie et en management ces dernières années. Selon plusieurs auteurs, il est difficile, voire impossible d'attribuer une définition unique à la performance. En effet, elle ne peut pas être associée qu'à l'efficacité, l'efficacité, la rentabilité et la création de valeur (comme on le stipule dans notre recherche). Elle a aussi une dimension humaine, sociale et politique lorsque l'on considère que l'entreprise a d'autres finalités qu'économiques.

Dans notre recherche, on est amené à s'intéresser aux dimensions économiques et financières de la performance et les rapporter directement à la création de valeur économique intrinsèque.

Dans la mesure où l'entreprise est considérée comme une organisation à finalités essentiellement économiques (profit, rentabilité), ses performances seront définies en tenant compte de ces seules finalités. Dès lors, on assimile la performance à la capacité de l'entreprise à maximiser sa rentabilité, à rémunérer les capitaux

¹²⁷ Grégory Denglos : « Création de valeur, Risque de marché et gouvernance des entreprises », Economica, Paris 2010, Page 151

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

apportés par les actionnaires et donc à créer de la valeur. Cela dit, la notion de la performance et les objectifs poursuivis par l'entreprise sont étroitement liés et se caractérisent par une étroite symbiose.

La performance est définie en fonction de l'intérêt des divers agents économiques qui sont en cause. Lorsque les objectifs de ces derniers tendent vers l'objectif de création de valeur, la performance est directement assimilée à cet objectif. Il y a autant de définitions de la performance que de partie prenante à la vie de l'entreprise ^{«128»}. Elle devient multidimensionnelle dès lors que les objectifs sont multiples.

Selon Bourguignon (1995), une entreprise est performante si elle atteint les objectifs qu'elle s'est donné dans le but de créer de la valeur et de capturer celle-ci ^{«129»}. Pour Bouquin (1986), la performance inclut non seulement les résultats mais aussi les activités, les tâches à accomplir et les objectifs à atteindre.

La performance a plusieurs approches : stratégiques, organisationnelles, sociales, technico-économiques, marketing, économique et financière. Ce sont ces deux dernières approches qui nous intéressent pour répondre à l'objectif de notre recherche.

1/ La performance économique et financière

La performance est un concept multiforme, difficile à appréhender de manière simple. Elle renvoie notamment aux notions d'efficacité et d'efficience ^{«130»}. La performance économique est assimilée directement à la valeur intrinsèque économique. Elle permet d'identifier clairement le montant des ressources dégagées par l'entreprise à travers son activité économique, en d'autres termes, elle renseigne sur la capacité de l'entreprise à rémunérer ses capitaux investis à travers ses choix stratégiques en termes d'investissement et de financement.

Sachant que les actifs économiques de l'entreprise sont évalués en valeur historique ou comptable, la performance économique nous renseigne sur la valeur créée au niveau interne en tenant compte de toutes les dimensions qui sont au cœur de la gestion interne et du système de la valeur. Cela dit, la mesure de la performance est une fonction de la définition de la performance. Elles sont étroitement liées. Ainsi, la mesure de la performance économique nécessite la mise en place des indicateurs qui comparent le résultat des actions stratégiques entreprises aux ressources utilisées pour y parvenir. Dès lors, ils permettent d'évaluer la capacité de l'entreprise à rémunérer les capitaux mis à sa disposition.

¹²⁸ Hassan Obeid : « Privatisation et performance économique et financière des entreprises : le cas français », thèse de doctorat, 2006, Page 144.

¹²⁹ Idem, Page 141.

¹³⁰ Barabel-Meier : « Manageor : les meilleurs pratiques du management », Dunod, Paris, 2010, Page 330.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Ces indicateurs traduisent la richesse générée par les activités de l'entreprise après rémunération de tous les autres partenaires, autrement dit, ils traduisent la richesse que l'entreprise apporte à ses actionnaires par ses activités (au niveau interne).

2/ La performance boursière

Dans notre travail de recherche, on assimile cette notion à la création de valeur boursière, en utilisant des indicateurs qui renseignent sur la valeur de l'action au niveau externe tenant compte principalement de la perception et des attentes des investisseurs sur le marché.

Par ailleurs, une entreprise peut créer de la valeur sur les marchés réels sans que cette valeur se reflète sur le marché boursier, parce qu'aussi bons qu'ils aient été, les résultats réalisés seraient insuffisants par rapport aux attentes des investisseurs. Dès lors, on comprend que la rentabilité que l'actionnaire obtient sur le marché financier c'est-à-dire la valeur boursière dépendrait plus de l'évolution des anticipations du marché. Les indicateurs de performance boursière sont fortement influencés par la conjoncture boursière car ils reflètent beaucoup plus une anticipation de création de valeur dans l'avenir à travers le cours de l'action.

3/ Indicateurs de mesure de la création de valeur économique intrinsèque

La place prise par le thème de la création de valeur en finance a conduit au développement d'une batterie d'indicateurs qui tentent de la mesurer. «¹³¹ »

Nous définirons un indicateur de performance comme une information devant aider un acteur, individuel ou plus généralement collectif, à conduire le cours d'une action vers l'atteinte d'un objectif ou devant lui permettre d'en évaluer le résultat. «¹³² »

Dans l'objectif de répondre à la question qui nous préoccupe à savoir les indicateurs de mesure de la valeur économique intrinsèque, on est amené à définir et analyser les indicateurs qu'on a choisis puis à expliquer les raisons à l'origine de ce choix. Nous employons, en même temps, l'indice de l'EVA et les ratios de rentabilité comptable pour mesurer la valeur économique intrinsèque.

3-1-/ L'indice de la valeur ajoutée économique ou EVA

L'EVA est un concept issu de la théorie économique car très proche de la notion de profit économique déjà développée en 1890 par Alfred Marshall qui définissait le résultat résiduel comme le bénéfice disponible pour les actionnaires après déduction de la rémunération du capital employé. Le cabinet de consultants Stern Stewart & Co. a médiatisé cet indicateur qui tend à devenir le standard incontournable d'évaluation du management dans une optique de maximisation de la richesse pour les

¹³¹ Pierre Vernimmen, Pascal Quiry et Yann le fur « Finance d'entreprise », Dalloz, Paris, 2013, Page 663.

¹³² Chantal Bonnefous, Alain Courtois : « Indicateurs de performance », Hermes Science Europe, 2001, Page 26.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

shareholders ^{«133»}. Selon ce cabinet (Stern Stewart & Co), l'indice de l'économie value added (EVA) est un indice de mesure de la performance interne de l'entreprise. Celle-ci se mesure en tenant compte de la rentabilité des investissements et du coût des ressources de financement.

Un EVA positif signifie que la rentabilité des capitaux engagés couvre le coût des capitaux engagés ^{«134»}. Selon plusieurs analystes, cet indicateur tend à faire parti des standards de la qualité managériale des entreprises car il sensibilise les différents agents, notamment les dirigeants et les employés, sur des objectifs de rentabilité et de valeur en tenant compte du coût des ressources. Ainsi, ce standard introduit dans son mode opératoire une fusion entre des indicateurs comptables retraités et le coût du capital, un des concepts fondamentaux de la théorie financière ^{«135»}.

De ce fait, l'EVA est considérée comme un indicateur de performance du management, voire de gouvernance de l'entreprise. De plus, l'EVA est l'un des indicateurs de création de richesse qui permet d'établir un lien avec les performances boursières (Stewart, 1991) ^{«136»}.

La qualité de l'équipe en place, voire de l'équipe dirigeante et sa réussite quant à la création de valeur économique intrinsèque, ne peut être mesurée que par l'EVA.

Par définition, l'EVA est obtenue par la différence entre le taux de rendement des capitaux engagés et le coût du capital, multipliée par les capitaux engagés. Elle peut s'écrire comme suit ^{«137»} :

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

Avec les notations suivantes :

ROIC : Taux de rentabilité des capitaux investis ou return on invested capital ;

CMPC : Coût moyen pondéré du capital ;

CI : Capitaux investis.

L'EVA a pour objectif de mesurer le profit économique généré par une unité productive sur une période donnée à partir des actifs en place ^{«138»}. Lorsque l'EVA est positive, l'entreprise contribue à l'enrichissement de ses actionnaires au-delà de la rémunération qu'ils ont exigée puisque, dans ce cas, le taux de rendement des capitaux investis est supérieur au coût du capital. On dit que l'entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires. En revanche, lorsque l'EVA est négative, l'entreprise détruit de la

¹³³ Monique Lacroix, Stefano Zambon : « Capital intellectuel et création de valeur : une lecture conceptuelle des pratiques françaises et italiennes, Revue Comptabilité-Contrôle-Audit/numéro spécial-mai 2002(p.61à 84), Page 64.

¹³⁴ Pascal Barneto : « Normes IFRS », applications aux états financiers, Dunod, 2006, Page 252.

¹³⁵ Monique Lacroix, Stefano Zambon , Op. Citée, Page 65.

¹³⁶ Grégory Denglos : « Création de valeur, Risque de marché et gouvernance des entreprises », Op. Citée, Page 152.

¹³⁷ Grégory Denglos:« Création de valeur, Risque de marché et gouvernance des entreprises », Op. Citée, Page 152.

¹³⁸ Roland Portait, Patricia Charlety, Denis Dubois, Philippe Noubel : « Les décisions financières de l'entreprise », édition Puf, Paris, 2004, Page 448.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

valeur, car elle ne couvre même pas le coût du capital. Dans ce cas, c'est le coût du capital qui devient supérieur au taux de rendement des capitaux engagés, indiquant de ce fait que l'entreprise est destructrice de valeur.

L'entreprise peut éviter de tomber dans des situations de perte ou de destruction de valeur en agissant sur les variables composant l'indicateur de l'EVA. Logiquement, chaque variable doit constituer des leviers décisionnels en termes de création de valeur. Ainsi, une entreprise dont l'EVA est négative peut rétablir sa situation en améliorant la rentabilité des capitaux investis. Ceci nous amène à s'interroger sur les composantes de l'EVA.

On commence par la décomposition du taux de rentabilité des capitaux investis puis du coût moyen pondéré du capital et enfin des coûts investis.

3-1-1/ Les composantes de la variable « taux de rendement des capitaux investis »

Par définition, le taux de rendement des capitaux investis renseigne sur la rentabilité générée par les capitaux employés. Il est calculé en rapportant le résultat d'exploitation aux capitaux investis pour parvenir à ce résultat. Le taux de rendement des capitaux investis se calcule comme suit :

$$ROIC = \frac{RE}{CI}$$

$$ROIC = \frac{RE}{FP + D}$$

Avec les notations suivantes :

RE : Résultat d'exploitation

CI : Capitaux investis

FP : Fonds propres

D : Dettes

Afin d'aboutir à des résultats correspondant à la réalité économique et reflétant la situation réelle de l'entreprise, les analystes préconisent d'utiliser le résultat d'exploitation au lieu du résultat net de l'exercice car ce dernier peut conduire à des appréciations et des résultats erronés. Ainsi, une entreprise peut dégager un résultat net positif, seulement, grâce aux activités exceptionnelles. Dans ce cas, l'origine de la formation du résultat net s'éloigne de l'activité principale de l'entreprise, voire de son exploitation. Cela, induit en erreur les bailleurs de fonds qui ne cessent de s'intéresser à l'origine de la formation du résultat. Pour permettre des jugements justes, seul le résultat d'exploitation est un critère pertinent et reflétant la qualité de gestion et de l'activité liée à l'exploitation. Il est le plus révélateur de rendement des capitaux investis. Le ratio de rentabilité des capitaux investis peut être décomposé en deux principaux ratios ^{«139»} :

$$ROIC = \frac{RE}{CI} = \frac{RE}{CA} \times \frac{CA}{CI}$$

¹³⁹ Grégory Denglos : « La création de valeur, modèles, mesures, diagnostic », Dunod, Paris 2003, Page 95.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Avec la notation suivante :
CA : Chiffre d'affaires.

Le premier ratio $\frac{RE}{CA}$ désigne le taux de marge renseignant sur la rentabilité d'un dinar de chiffre d'affaires. A titre d'exemple, une entreprise dont le chiffre d'affaires est de 100,00 DA et le résultat d'exploitation est de 50,00 DA, le taux de marge sera égale à $50/100 = 00,50$ DA. Ce qui signifie que pour un dinar de chiffre d'affaires, l'entreprise réalise une marge sur activité d'exploitation de 00,50 DA. En termes de pourcentage, le bénéfice réalisé par l'exploitation représente 50% du chiffre d'affaires réalisé, indiquant même une couverture des charges d'exploitation par le chiffre d'affaires à concurrence de 50%.

Le deuxième ratio $\frac{CA}{CI}$ désigne le taux de rotation des capitaux investis.

Certes, cette décomposition permet à l'entreprise d'améliorer de façon permanente sa situation, en faisant sur chaque variable de ces ratios des modifications stratégiques allant de pair avec l'objectif de la création de valeur. Ainsi, une entreprise peut améliorer ou augmenter le taux de rendement des capitaux investis en agissant à la fois sur le taux de marge et le taux de rotation des capitaux investis. L'amélioration du taux de marge peut se réaliser par la diminution des coûts de production et d'exploitation, et l'augmentation des produits et des gains de productivité. Ceci ne peut être réalisé que par l'adoption d'une stratégie opportune permettant à la fois la réduction des coûts, l'amélioration de la qualité des produits vendus, le développement de nouvelles activités et la pénétration de nouveaux marchés. Quant à l'amélioration du taux de rotation des capitaux investis, elle nécessite d'une part une augmentation du chiffre d'affaires et, d'autre part, une utilisation optimale des capitaux investis. Chaque variable représente des leviers décisionnels en termes de création de valeur.

3-1-2/ Les composantes de la variable « coût moyen pondéré du capital »

Le coût moyen pondéré des capitaux exprime les attentes de rendement des bailleurs de fonds (actionnaires et créanciers)¹⁴⁰. Il représente le coût des ressources apportées par ceux-ci. Il est donc égal à la moyenne des coûts de chaque source de financement (dettes et capitaux propres) pondérée par leur poids respectif dans la structure financière. Il se calcule comme suit :

$$CMP_c = K_{cp} \frac{CP}{Cp + D} + K_D(1 - T_{is}) \frac{D}{Cp + D}$$

Avec les notations suivantes :

¹⁴⁰Grégory Denglos : « Le modèle de création de valeur : EVA-MVA : Présentation, ajustements et reformulations », Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion n°213-Stratégie, Page 46.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

- C_p : Capitaux propres ;
D : Dettes ;
T_{is} : L'impôt sur le bénéfice des sociétés ;
K_{cp} : Coût des capitaux propres ;
K_D : Coût des dettes.

Le coût des capitaux propres, mesuré par le MEDAF, est plus élevé que le coût des emprunts, compte tenu du risque que subissent les actionnaires. Lesquels s'attendent à dégager un rendement qui dépend du risque lié à l'actif qu'ils ont acquis ^{«141»}. Leurs attentes en termes de rentabilité dépendent des conditions et des évolutions du marché dans lequel s'exerce l'entreprise. Ainsi, en des périodes de volatilité des marchés, les actionnaires exigent une prime de risque servant à les prémunir contre tout danger émanant aussi bien des facteurs internes qu'externes. L'approche par l'EVA exige de l'entreprise de veiller à ce qu'elle réalise un retour sur investissement susceptible de rémunérer le coût du capital. Elle met en relief que la valeur est créée par un excès de rentabilité par rapport au coût moyen pondéré du capital ^{«142»}. Ce qui lui permettra donc d'agir soit en augmentant le taux de rentabilité sur capitaux investis, soit en réduisant le coût du capital. La réduction de ce dernier dépend d'une part, d'une meilleure gestion des risques des prix financiers et de l'autre du choix de la structure financière. En effet, l'entreprise doit chercher à optimiser sa structure financière en optant pour des politiques de financement moins coûteuses. Ainsi, le recours à tout mode de financement, par dettes ou fonds propres, doit faire l'objet d'un arbitrage ou d'une comparaison en termes de coût.

Le coût moyen pondéré du capital représente aussi un levier décisionnel de la création de valeur mesurée par l'EVA, bien qu'il soit une variable externe de la création de valeur puisqu'il représente les exigences du marché financier, s'exprimant à travers le taux d'intérêt et le coût des fonds propres. La mesure du coût des fonds propres est plus délicate à opérationnaliser ^{«143»}. Ainsi, le taux d'intérêt représente une variable totalement exogène à l'action des dirigeants et le coût des fonds propres dépend du taux d'intérêt sans risque et d'une prime de risque qui est proportionnelle au risque systématique du titre β . Le coefficient « beta » dépend du risque d'exploitation et du risque financier. Et là, l'entreprise peut agir sur ces deux risques en minimisant les coûts fixes en ce qui concerne le risque d'exploitation, et en diminuant l'endettement en ce qui concerne le risque financier. Cependant, la décision de diminuer le recours à l'endettement ou de désendettement doit faire l'objet d'une étude préalable et comparative. Bien que le désendettement réduise le risque financier et donc le coût des fonds propres, il n'en demeure pas moins que l'entreprise puisse perdre l'avantage fiscal lié à la déductibilité des intérêts. Ceci confirme l'idée selon laquelle l'entreprise ne maximise pas sa richesse, automatiquement, en se désendettant. Plusieurs avantages peuvent être procurés à l'entreprise en s'endettant. De ce fait, toute entreprise dont l'objectif est la maximisation de richesse doit procéder

¹⁴¹ Sélima Ben Ammar Ben Yedder, Op. Citée, Page 53.

¹⁴² Jihene Najjar, Mehdi Nekhili : « Caractéristiques comptables et financières des entreprises qui réduisent leur effectif salarié », Revue d'économie industrielle, n°126, 2^{ème} trimestre 2009, Page 78.

¹⁴³ Lionel Honoré, Yves Royer, Dictionnaire de la finance d'entreprise, Belin sup Economie, 2007, Page 70.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

à une politique d'arbitrage entre le financement par fonds propres et par endettement. En d'autres termes, elle doit toujours chercher à optimiser sa structure financière.

3-1-3/ Les composantes de la variables « capitaux investis »

Les capitaux investis sont le plus souvent définis à partir de la somme des fonds propres et des dettes financières nettes ^{«144»}. Ils représentent les capitaux employés par l'entreprise et provenant des actionnaires et des créanciers.

L'une des conditions de la création de la valeur économique intrinsèque est le contrôle des capitaux investis, notamment par activité. Cette variable constitue aussi un levier décisionnel en termes de création de valeur par l'EVA. Ainsi, en partant d'une vision plus opérationnelle mais de façon équivalente, les capitaux investis correspondent aux moyens en capital fixe et en capital circulant nécessaires pour assurer la continuité de l'entreprise(actifs immobilisés (AI) et besoin en fonds de roulement) ^{«145»}, et l'entreprise peut agir sur ces deux dernières variables à savoir les actifs immobilisés et le besoin en fonds de roulement. Elle peut minimiser ce dernier en agissant sur la rotation des stocks, les délais de règlement des clients et des fournisseurs. Quant aux actifs immobilisés, l'entreprise doit procéder à chaque fois à l'évaluation de la rentabilité de ces actifs, lui permettant d'opter pour des investissements stratégiques et de recourir à la location pour les investissements qui ne le sont pas d'une part, et de l'autre, d'abandonner toute activité jugée non essentielle ou en dehors du core business.

Chaque élément intervenant dans le calcul de l'EVA peut constituer une variable d'action pour la création de valeur économique intrinsèque, et ce en agissant sur le taux de rendement des capitaux investis, les capitaux investis et le coût moyen pondéré du capital qui exprime les exigences du marché financier.

3-2/ Autres indicateurs : Les ratios de rentabilité

A l'instar de l'EVA, plusieurs indicateurs peuvent nous renseigner sur la capacité de l'entreprise à créer de la valeur compte tenu des modèles stratégiques adoptés notamment en termes de gouvernance, d'investissement et de politique de financement. Ces indicateurs sont liés aux résultats dégagés grâce à la politique d'investissement et de financement. Il s'agit des ratios les plus significatifs en termes de création de valeur économique intrinsèque.

Selon l'objectif de notre recherche à savoir la maximisation de la valeur économique intrinsèque, la rentabilité des entreprises cotées optant pour une bonne politique de gouvernance ; d'investissement et de financement devrait augmenter pour plusieurs raisons. D'abord, une bonne gouvernance évite à l'entreprise de supporter des coûts liés aux conflits d'intérêts et permet une convergence d'intérêt entre les

¹⁴⁴ Grégory Denglos : « Création de valeur, Risque de marché et gouvernance des entreprises », Op. Citée, Page 153.

¹⁴⁵ Jean- pierre Bréchet, Pierre Mévellec : « Marchés financiers et gouvernement de l'entreprise », Ouest Edition, Paris 1998, Page 25.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

dirigeants et les actionnaires grâce aux différents mécanismes d'une bonne gouvernance. D'autant plus que cette convergence d'intérêt est à l'origine de l'adoption d'une stratégie d'investissement et de financement opportune, allant de pair avec l'objectif de maximisation de valeur. Aussi, puisqu'il s'agit des entreprises cotées ayant procédé à la cession de leur capital, certes, les nouveaux actionnaires vont chercher à augmenter leurs profits et les nouveaux dirigeants vont devoir se conformer et répondre à cet objectif. En effet, le passage du statut d'entreprise publique à une entreprise publique privatisée par l'ouverture d'un certain pourcentage de son capital incite les dirigeants à s'intéresser au rendement des activités de l'entreprise plutôt que de se conformer aux directives du gouvernement en matière de protection de l'emploi, et ce pour se conformer aux objectifs des actionnaires en termes de création de valeur.

Les ratios répondant à cet objectif sont :

$$1) \text{ Ratio de Rentabilité Des capitaux propres} = \frac{\text{Résultat d'exploitation avant impôt}}{\text{fonds propres}}$$

On prendra au numérateur le résultat d'exploitation plutôt que le résultat net, et ce pour avoir un indicateur synthétique et bien précis de la rentabilité interne de l'entreprise indépendamment de l'activité exceptionnelle et de l'impôt sur le bénéfice des sociétés. D'après les analystes anglo-saxons, ce ratio dit Return On Net Asset ou R.O.N.A, fait abstraction d'une part des éléments à caractère exceptionnel n'ayant aucune signification quant à la bonne ou la mauvaise gestion de l'entreprise, et d'autre part, de l'IBS qui représente une variable exogène ne dépendant pas de l'activité interne de l'entreprise mais de considération politiques.

$$2) \text{ Ratio De levier de valeur} = \frac{R. \text{ de rentabilité des capitaux propres}}{\text{Coût des capitaux propres}}$$

Pour améliorer la rentabilité financière, il convient de sélectionner les projets d'investissement à forte rentabilité. Cela conduit souvent à se concentrer sur les activités à forte valeur ajoutée et faibles besoins de capitaux ^{«146»}.

Les autres ratios de rentabilité concernant le taux de marge, le taux de rendement des capitaux investis et le ratio : résultat d'exploitation rapporté au total actif, sont pris en compte dans le calcul de l'indice de l'économie value added (EVA). Ces ratios sont plus appropriés pour évaluer de façon globale la performance de l'entreprise.

Le ratio de rentabilité des capitaux propres est un indicateur de la capacité de l'entreprise à rémunérer ses actionnaires soit sous forme de dividendes lorsqu'elle procède à la répartition de son résultat, soit sous forme d'une affectation aux réserves augmentant ainsi la valeur intrinsèque des actions qu'ils détiennent. Ce ratio permet à

¹⁴⁶ Bruno Bachy, Michel Sion : « Analyse financière des comptes consolidés », Dunod, 2009, Page 234.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

l'entreprise de financer sa croissance (ses investissements) en levant facilement des capitaux sur le marché. En effet, pour se développer, un renforcement des fonds propres est inévitable et implique l'appel aux actionnaires existants ou à des investisseurs nouveaux. La rentabilité des capitaux propres mesure la rentabilité des fonds apportés par les actionnaires, calculée par le rapport entre le résultat d'exploitation et les capitaux propres. S'il est élevé, l'entreprise trouvera facilement de nouveaux capitaux sur le marché pour financer sa croissance. Il est important de signaler et de rappeler que dans l'objectif de valeur économique intrinsèque de l'action, la rentabilité financière ou des capitaux propres est plus intéressante et plus révélatrice, tandis que les autres ratios de rentabilité (économique, commerciale, ...etc.) sont plus appropriés pour évaluer de façon globale la performance de l'entreprise.

Le ratio de rentabilité financière peut être décomposé en deux principaux ratios comme suit :

$$\text{Rentabilité financières} = \frac{\text{Résultat d'exploitation avant impôt}}{\text{chiffre d'affaires}} \times \frac{\text{chiffre d'affaire}}{\text{fonds propres}}$$

Le premier ratio renseigne sur le taux de profit expliquant la proportion restante du chiffre d'affaires après la couverture des charges. Le deuxième ratio renseigne sur la vitesse de rotation des fonds propres investis.

Certes, l'amélioration de la rentabilité financière nécessite d'agir sur l'une de ses composantes. De plus, la rentabilité financière peut s'exprimer en fonction de la rentabilité économique de manière à connaître l'importance de l'effet de levier financier dont bénéficie la firme ^{«147»}.

Quant au ratio de levier de valeur, il sert juste à comparer la rentabilité financière au coût des fonds propres. Une entreprise dont le rapport rentabilité financière/coût des fonds propres est supérieur à 1, crée de la valeur du fait qu'elle couvre largement le coût des ressources provenant des actionnaires. En revanche, elle est destructrice de valeur quand le rapport est inférieur à 1, indiquant une difficulté à répondre aux exigences des actionnaires. Par ailleurs, l'interprétation de cet indice mérite une grande prudence. En effet, un indice inférieur à l'unité ou à 1 peut correspondre à des investissements importants et si le marché financier anticipe que ces investissements généreront des rendements futurs importants, le cours des actions augmentera. C'est la raison pour laquelle les analystes recommandent à ce que cet indice soit complété par des indicateurs boursiers, qu'on étudiera en détail au prochain chapitre de ce travail.

4/ Les variables explicatives de la décision d'investissement

¹⁴⁷ Grégory Denglos : « La création de valeur, modèles, mesures, diagnostic », Op. Citée, Page 96.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

En ouvrant son capital aux investisseurs privés même si à un taux ne dépassant pas 20%, l'Etat s'attend à ce que l'entreprise augmente ses dépenses d'investissement pour être plus efficace, plus efficiente et plus compétitive ^{«148»}. Ainsi, l'entreprise cotée en bourse ayant, de ce fait, le privilège d'accéder à de nouvelles sources de financement sera incitée à investir pour assurer un développement permanent et une croissance non négligeable. On distingue deux principaux ratios :

$$1) \frac{\text{Investissements}}{\text{Ventes (chiffre d'affaires)}} \quad ; \quad 2) \frac{\text{Investissements}}{\text{Actif total}}$$

Le premier ratio explique la traduction des investissements au niveau des ventes. Généralement à court terme, ces investissements ne se traduisent pas encore au niveau des ventes, expliquant de ce fait, le décalage de l'évolution de ce ratio dans les mêmes proportions que les ratios de rentabilité. Le deuxième ratio renseigne sur le pourcentage des investissements entrepris du total actif ou sur la proportion des investissements dans le total actif. Ces ratios nous permettent, dans un premier temps, d'étudier l'impact de la cotation sur la politique d'investissement puis dans un second l'impact de cette dernière sur la création de valeur économique intrinsèque.

5/ La variable explicative de la décision de financement

L'introduction en bourse d'une entreprise publique devrait lui offrir une autre source de financement autre le recours à l'emprunt et par conséquent, entraîner une diminution du niveau d'endettement, puisque le gouvernement ne garantit plus les emprunts des entreprises ^{«149»}. En effet, l'entreprise se voit offrir la possibilité d'émettre des actions nouvelles ou des obligations convertibles pour financer sa croissance, voire son développement. Toutefois, la cotation peut inciter l'entreprise à faire plus appel à l'endettement puisqu'elle lui offre une structure financière plus avantageuse, améliorant par conséquent sa capacité d'endettement. Dès lors, un choix entre les deux sources de financement (fonds propres et dettes) s'impose dans la mesure où l'entreprise peut bénéficier des avantages de l'une de ces sources de financement. Il se peut que le recours à l'endettement accru s'avère plus avantageux que le financement par fonds propres ou, au contraire, ce dernier soit plus avantageux. On choisit le ratio suivant :

$$\frac{\text{Dettes totales}}{\text{Actif total}}$$

Ce ratio renseigne sur la proportion des dettes totales du total actif et donc sur la proportion du financement de l'actif par les dettes. En étudiant l'évolution du ratio choisi dans deux contextes différents à savoir : avant et après la cotation, on aurait analysé l'impact de la cotation sur la politique de financement, puis l'impact de cette dernière sur la création de valeur économique intrinsèque. L'objectif est de savoir si la cotation change la donne en termes de politique de financement ou de structure

¹⁴⁸ Michel Albouy, Hassen Obeid, Op. Citée, Page 24.

¹⁴⁹ Michel Albouy, Hassen Obeid, Op. Citée, Page 25.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

financière et si c'est le cas, quel est l'apport de cette nouvelle politique à la création de valeur ? Une politique d'investissement, allant de pair avec l'objectif de création de valeur pour l'actionnaire, nécessite d'être accompagnée d'une politique de financement allant dans le même objectif. D'autant plus que la réussite de la politique d'investissements est conditionnée par une politique de financement opportune. Si non, les avantages financiers procurés par la première politique seront absorbés par la deuxième. De plus, la réussite des deux politiques (d'investissement et de financement) quant à l'objectif de la maximisation de richesse dépend principalement d'une bonne politique de gouvernance dont l'objectif est de mettre en place des mécanismes, permettant d'aligner les objectifs de l'équipe dirigeante ou de la direction sur l'objectif de maximisation de valeur.

Les ratios explicatifs des politiques d'investissement et de financement, étudiés ci-dessus, seront calculés dans deux contextes différents à savoir avant et après la cotation. Il en est de même pour la politique de gouvernance. En effet, toute entreprise procédant à l'ouverture de son capital et à l'adhésion en bourse connaîtra des changements en termes organisationnel et structurel. Dès lors l'impact de la gouvernance sur la création de valeur sera déduit en comparant les variables explicatives de celle-ci (valeur) avant et après la cotation. Cette étude permettra, au même temps, d'apprécier l'apport de la cotation à la politique de gouvernance, d'investissement et de financement.

6/ Choix des variables ou des indicateurs de valeur intrinsèque

6-1/ Les indicateurs de valeur économique intrinsèque

Nous avons choisi de mesurer la valeur économique intrinsèque de l'action, d'une part avec l'indice de l'économie value added (EVA), et d'autre part, avec le ratio de rentabilité des capitaux propres et l'indice de valeur. Les raisons à l'origine de notre choix sont :

Concernant l'indice de l'EVA, il est considéré comme un indicateur de gouvernance de l'entreprise. Il se présente ainsi comme un outil emblématique qui selon ses promoteurs aurait vocation à aligner les incitations des managers sur la création de valeur pour les actionnaires¹⁵⁰. Selon une étude menée par Lovata et Costigan (2002), plus une entreprise connaît une séparation entre propriété et contrôle, plus la probabilité qu'elle utilise l'EVA comme mesure de performance augmente. Ce résultat appuie l'idée stipulant que les mesures de création de valeur, une fois utilisées comme mesures de performance, réduisent l'intensité des coûts d'agence au sein de l'entreprise¹⁵¹.

En effet, une entreprise dont l'indice de l'EVA est positif, c'est une entreprise qui crée de la valeur, en optant pour une politique de management par la valeur indiquant de ce fait les efforts consentis pour maximiser sa richesse. L'EVA est

¹⁵⁰ Nicolas Mottis, Jean-Pierre Ponssard : « Création de valeur, 10 ans après... », Revue française de gestion-N° 198-199/2009, Page 220.

¹⁵¹ Malek Saïhi, Op. Citée, Page 48.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

l'indicateur le plus utilisé car elle contribue à une bonne analyse de la performance interne de l'entreprise en tenant compte du coût des ressources. La méthode de l'EVA tente de créer un lien explicite entre les décisions stratégiques et opérationnelles des entreprises et leurs effets sur le rendement pour les actionnaires ^{«152»}.

L'EVA est un indicateur qui explique que la performance interne, voire économique de l'entreprise, est fonction de l'analyse de la rentabilité des investissements et de l'analyse de l'optimisation de l'utilisation des ressources. En effet, selon la formule de l'EVA, cette dernière permet de comparer le taux de rendement des capitaux investis ou le taux de retour sur investissement au coût des ressources utilisées. C'est un indicateur riche en termes d'information. A la fois, il nous informe sur le rendement de la politique d'investissement à travers le ratio : taux de rendement des capitaux investis ou taux de retour sur investissement, et sur l'optimisation des ressources utilisées, en tenant compte de la répartition des financements entre capitaux propres et capitaux empruntés. Toute amélioration liée à la politique d'investissements et de financement se reflète par l'EVA.

L'EVA a été, également, proposée comme base pour l'allocation du capital et le choix d'investissements (Stoughton et Zechner, 2007 ; Chong et al, 2009 ; Leong et al.2009) ^{«153»}. De plus, chaque composante de l'EVA constitue une variable d'action interne pour la création de valeur ^{«154»}.

Concernant le ratio de rentabilité financière, son choix est directement lié à l'objectif du thème à savoir la valeur pour l'actionnaire. Ce dernier s'intéresse à la rentabilité issue de la gestion interne de l'entreprise dans laquelle il a décidé d'investir, et plus précisément au rendement de sa participation voire des fonds propres investis. De ce fait, l'étude de ce ratio nous permet de juger de la capacité de l'entreprise à rentabiliser les fonds apportés par ses actionnaires et à assurer un retour financier sur ses investissements.

Concernant le ratio de levier de valeur, son choix est lié à l'objectif de rapprochement de la rentabilité des capitaux propres investis et les coûts de ceux-ci.

6-2/ Les indicateurs de la politique d'investissement

L'objectif est d'apprécier les efforts d'investissements déployés par l'entreprise. Les deux ratios choisis afin de répondre à cet objectif permettent d'analyser la traduction des investissements dans les ventes d'une part, et d'analyser la proportion des investissements du total actif d'autres part. Ces ratios permettront de porter un jugement sur la politique d'investissement entreprise avant et après la cotation, sachant que l'entreprise est censée améliorer et accroître ses investissements après la cotation, et ce pour améliorer son image et être plus efficiente et plus compétitive. De plus, l'adhésion à la bourse lui facilitant la levée des capitaux, l'incitera à investir plus pour

¹⁵² Hubert de la Bruslerie, Op. Citée, Page 249.

¹⁵³ Malek Saïhi, Op. Citée, Page 49.

¹⁵⁴ Michel Albouy : « Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », Revue française de gestion N°160/2006, Page 150.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

croître. Ces investissements doivent générer de la rentabilité pour créer de la richesse. En effet, la création de valeur dépend des opérations d'investissements rentables permettant, d'une part de couvrir les différents coûts liés aux investissements entrepris, et de l'autre de créer un surplus pour les actionnaires. Par ailleurs, l'augmentation des dépenses d'investissements, notamment après l'adhésion à la bourse, n'entraîne pas automatiquement l'amélioration et l'augmentation de la valeur car tout dépend du rendement des investissements. Cela dit, une augmentation des investissements n'engendre pas nécessairement de la valeur. Cette dernière ne dépend pas seulement du volume des investissements mais de leur rendement (investissements rentables). Le rendement des investissements se reflète dans l'indicateur de l'EVA renseignant sur l'apport de la politique d'investissement à la création de valeur, et indiquant la position de l'entreprise quant à l'objectif de création de valeur.

6-3/ Les indicateurs de la politique de financement

Le choix du ratio lié à la politique de financement s'explique par la diversification des sources de financement après l'adhésion à la bourse. Ainsi, le ratio choisi indiquera l'importance accordée au financement par dettes. En effet, une équipe dirigeante gérant dans une optique de valeur favorise l'endettement plutôt qu'une autre alternative de financement. La politique d'endettement ne peut être bénéfique, voire avantageuse, que si l'emploi des capitaux génère un taux de rentabilité supérieur au coût des capitaux empruntés.

Tableau n°1 : « Récapitulatif des variables de mesure de la valeur économique intrinsèque »

Indicateurs de mesure de la valeur	Définitions	Abréviations
1) La valeur ajoutée économique	<i>(Retour sur investissement – coût moyen pondéré du capital) x capitaux investis</i>	$EVA = (ROIC - CMPC) \times CI$
2) Ratio de rentabilité des capitaux propres	$\frac{\text{Résultat d'exploitation avant impôt}}{\text{Fonds propres}}$	Return On Equity ou R.O.E
3) Ratio de levier de valeur	$\frac{\text{Ratio de rentabilité des capitaux propres}}{\text{Coût des fonds propres}}$	IV (indice de valeur)

Source : Adapté de Mondher CH., Dubreuille S. (2005), Création de valeur et capital-investissement, Pearson Education; France. Page 71

Ces indicateurs seront calculés dans deux contextes différents : avant et après la cotation du groupe SAIDAL et l'E.G.H.AURASSI. Ainsi, ils permettront d'analyser l'apport de la cotation à la création de valeur. Chaque variable de ces indicateurs

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

permettra à l'entreprise de déterminer les variables d'action interne nécessaire pour la création de valeur.

Tableau n°2 : « Récapitulatif des variables de la politique d'investissement »

Indicateurs de politique d'investissement	Définitions
1) Ratio d'intensité capitalistique	$\frac{\text{Investissements}}{\text{Ventes}}$
2) Ratio des investissements	$\frac{\text{Investissements}}{\text{Actif total}}$

Source : nos regroupements.

Ces ratios expliqueront l'effort d'investissement, son efficacité ainsi que son impact sur la valeur avant et après la cotation.

Tableau n°3 : « Récapitulatif de la variable de la politique de financement »

Indicateur de politique de financement	Définition
1) Ratio de dettes	$\frac{\text{Dettes totales}}{\text{Total actif}}$

Source : nos regroupements

Ce ratio renseigne d'une part sur l'essor de l'endettement après la cotation, et de l'autre, sur l'impact du choix de financement entre fonds propres et dettes sur la valeur.

Les indicateurs de mesure de la valeur économique intrinsèque, étudiés dans cette section, traduisent le résultat des actions stratégiques entreprises en termes de politiques d'investissement, de financement et de gouvernance. Selon ces indicateurs, les actions entreprises peuvent être créatrices ou destructrices de valeur. Tout dépend du choix stratégique de l'entreprise. Le résultat des choix stratégiques des cas retenus, Saidal et l'Aurassi, sera l'objet de la section suivante.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Section 2 : Vérification des hypothèses portant sur la valeur intrinsèque

L'ouverture du capital par voie boursière, voire l'admission à la cote des entreprises publiques économiques, implique le transfert de propriété des actifs de l'Etat vers les actionnaires privés. Un tel transfert diffère selon la part du capital cédé. Il peut être partiel dans la mesure où l'Etat demeure toujours l'actionnaire majoritaire ou total si l'Etat cède la totalité de ses actions. En Algérie, le transfert de propriété des actifs de l'Etat est partiel car jusqu'à nos jours, les entreprises publiques économiques admises à la cote n'ont pas procédé à la cession de plus de 20% de leur capital. Aussi faible soit-il, le transfert de propriété de l'Etat vers les actionnaires privés impacte principalement l'objectif central de l'entreprise concernée. La privatisation même partielle des entreprises publiques ne pourrait que s'accompagner d'une modification des objectifs des propriétaires et d'une redistribution des pouvoirs entre les différentes parties prenantes (propriétaires, dirigeants, salariés, clients, fournisseurs) ^{«155»}. En effet, l'objectif de la maximisation de la richesse des apporteurs de fonds et l'utilisation optimale des capitaux investis deviennent la préoccupation majeure des entreprises publiques économiques privatisées. Dès lors, des outils de mesure de la valeur doivent être mis en place pour que ces entreprises vérifient l'impact de leurs décisions sur la maximisation de la richesse des investisseurs. Ces outils servent de variables d'actions pour les dirigeants ^{« 156 »} puisque leur décomposition apporte des précisions quant à l'origine des résultats réalisés.

La création de valeur intrinsèque et boursière est au centre de notre recherche. L'apport des décisions d'investissement et de financement, accompagnées d'une bonne gouvernance, à la création de valeur nécessite l'analyse et la vérification des hypothèses de travail puis une étude empirique permettant la mesure de cet apport.

L'objet de cette section, après avoir rappelé et expliqué les hypothèses globales, est de tester les hypothèses de notre recherche portant sur la création de valeur intrinsèque, de présenter les entreprises faisant l'objet de notre étude et d'expliquer la méthode adoptée pour mener à bien notre étude.

1/ Les hypothèses de notre travail

Conformément aux arguments théoriques en faveur de l'impact positif des décisions d'investissement et de financement sur la création de valeur, exposés dans la première partie de ce travail ; l'hypothèse principale de notre recherche est que les décisions d'investissement et de financement prises dans un bon cadre de gouvernance affectent la création de valeur intrinsèque et externe de l'action. Plus précisément et de manière cohérente avec les développements théoriques portant sur l'origine de la gouvernance, abordés dans le premier chapitre de ce travail, on avait posé l'hypothèse suivante :

¹⁵⁵ Ahmed Koudri : « L'impact des privatisations sur la gouvernance des entreprises publiques », Les cahiers du CREAD, n°50/1999, Page 175.

¹⁵⁶ Chérif Mondher, Stéphane Dubreuille : « Création de valeur et capital-investissement », Pearson Education; France, 2005, Page 105

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

1-1/ La gouvernance a un impact positif sur la création de valeur

Comme on l'avait signalé au premier chapitre de notre travail, le sujet de la gouvernance a fait l'objet de plusieurs études à la suite des changements organisationnels des entreprises. En effet, la nouvelle conjoncture économique, caractérisée principalement par la concurrence, a pour principale conséquence la forte croissance de la taille des entreprises. Les besoins en capitaux de ces entreprises augmentent de plus en plus, entraînant la fragmentation de leur capital social et la perte de pouvoir des propriétaires. D'après Berle et Means (1932), dès que l'entreprise n'est pas dirigée par un propriétaire-manager, des conflits d'intérêts naissent entre les propriétaires et les dirigeants. Depuis, ces problèmes d'agence causés par la fameuse séparation entre la propriété et le contrôle étaient l'objet de recherche de plusieurs auteurs tels que Jensen et Meckling en 1976. Ils ont donné naissance à la théorie de l'agence considérée comme l'assise des développements théoriques relatifs à la gouvernance d'entreprise. Dans leurs analyses, ces auteurs associent toute baisse ou destruction de la valeur aux problèmes d'agences nés de la séparation de la propriété et du contrôle. Dès lors, ces auteurs, en s'appuyant sur des études empiriques, attestent que la gouvernance d'entreprise est le principal moyen permettant d'aider les entrepreneurs, les actionnaires et les managers à minimiser les conflits d'intérêts et à assurer une certaine convergence vers l'objectif de création de valeur. Et ce, en incitant les dirigeants responsables des décisions stratégiques à adopter une politique de management par la valeur, les conduisant à combiner différents leviers d'actions créateurs de valeur.

Les décisions d'investissement et de financement, suivant notre problématique, représentent les principaux leviers de création de valeur. Dès lors, une bonne gouvernance (que ce soit par le mécanisme de contrôle ou d'incitation) ne permet que d'augmenter et d'optimiser les décisions d'investissement et de financement.

En ce qui concerne notre travail de recherche, nous testerons cette hypothèse en se contentant de l'utilisation des indicateurs de création de valeur intrinsèque, sans pour autant aller dans le détail de la définition des variables explicatives de la gouvernance (la notion n'est pas trop développée au sein des entreprises publiques algériennes, qu'elles soient cotées ou non), et ce dans deux contextes différents : avant et après la cotation du groupe SAIDAL et l'entreprise de gestion hôtelière AURASSI. En effet, l'ouverture du capital de ces derniers (Saidal et Aurassi) a entraîné un changement de leur structure organisationnelle et de leur mode de contrôle, puisque la cession des actions d'un organisme public sur le marché et l'entrée de nouveaux partenaires (actionnaires privés) instaurent un nouveau mode de contrôle par le marché financier. Dès lors, la création de valeur dépend de l'efficacité du système de gouvernance induit par le recours à la cotation. Cela dit, la cotation influence le mode de gouvernance adopté (mode de rémunération et de contrôle), qui lui-même influe sur les leviers fondamentaux de création de valeur, en incitant les dirigeants à plus de rigueur dans leurs choix stratégiques (investissement et financement).

Ces changements nous offre l'occasion de vérifier l'impact de la mise en œuvre de nouveaux mécanismes organisationnels dits de gouvernance sur la valeur. Étant

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

donné que la gouvernance trouve ses origines dans la séparation de propriété et du contrôle, il nous semble très approprié de calculer les indicateurs de la création de la valeur avant et après la cotation pour mesurer l'impact de la gouvernance sur la création de valeur. Nous signalons qu'en général, la qualité de la gouvernance influence positivement la création de valeur, voire les leviers créateurs de cette valeur. C'est la raison pour laquelle aujourd'hui, le gouvernement d'entreprise représente un critère essentiel pris en compte par les investisseurs (actionnaires) avant de prendre leurs décisions.

Une bonne gouvernance oriente et influence le choix stratégique de l'entreprise. En effet, elle ne contribue réellement à la création de valeur qu'en créant un climat très favorable stimulant les dirigeants, voire l'organe de décisions à opter pour des décisions allant de pair avec l'objectif des actionnaires. Il s'agit notamment des décisions d'investissement qui conditionnent la réussite de toute entreprise, voire de l'économie toute entière. L'investissement est l'assise de création de valeur dans la mesure où le rendement réalisé sur cet investissement compense largement le coût des ressources des investisseurs (actionnaires).

Conformément aux développements théoriques portant sur l'apport des décisions d'investissement à la création de valeur intrinsèque et boursière, et faisant l'objet du chapitre deux de la première partie, on pose l'hypothèse suivante :

1-2/ La décision d'investissement influence positivement la création de valeur intrinsèque et boursière

Selon la théorie, la création de valeur est influencée par plusieurs décisions telles que : les décisions relatives aux rachats des actions, à l'affectation du free cash flow au service du remboursement de la dette, à l'attribution de dividendes aux actionnaires, à l'investissement, ...etc. Or, nous avons retenu la variable d'investissement comme étant l'assise de création de richesse et la variable financière essentielle pour l'analyse de la création de valeur. Les auteurs considèrent que la création de valeur, issue des décisions d'investissement, est le résultat d'une étude approfondie faisant participer tous les organes de l'entreprise (organe de décision, organe de contrôle) d'une part, et le résultat d'une stratégie tenant compte des leviers d'action susceptibles de maximiser la richesse des actionnaires d'autre part. A l'appui de plusieurs études théoriques et empiriques, ces auteurs attestent que la décision d'investissement a un impact positif sur la création de valeur intrinsèque et boursière de l'action dans la mesure où le rendement de l'investissement couvre largement les dépenses de ce dernier. Le choix d'investissement n'est déterminé qu'en comparant le coût du projet à son rendement. Grâce à une bonne politique de gouvernance, les dirigeants seront incités à augmenter les investissements et à optimiser leur décision d'investir, en saisissant les meilleures opportunités.

Nous testerons cette hypothèse de travail, avant et après l'admission du groupe SAIDAL et l'E.G.H AURASSI à la cote, tout en considérant que la bonne gouvernance incite les dirigeants à augmenter les investissements en taille et en nombre, lesquels sont source de création de valeur intrinsèque et boursière.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Par ailleurs, la décision d'investissement ne peut garantir à elle seule une création de valeur, ni une bonne gouvernance. Plusieurs facteurs constituant des leviers d'action stratégiques, viennent considérablement influencer la création de valeur. Or, en ce qui concerne notre thèse, nous considérons deux principales variables financières qui semblent fondamentales pour l'analyse de la création de valeur : la décision d'investissement et la décision de financement. Ces deux variables sont indissociables et exercent une influence inévitable sur l'objectif de la maximisation de valeur, en conditionnant l'origine et l'utilisation (l'exploitation) des fonds mis à la disposition de l'entreprise. En effet, l'adoption d'une politique de management par la valeur ne nécessite pas seulement de saisir les meilleures opportunités d'investissement, mais aussi de choisir une politique de financement opportune, allant de pair avec l'objectif de création de valeur. Tout investissement nécessite la mobilisation des ressources financières, qui ne sont pas gratuites. Que l'entreprise fasse appel à l'endettement ou aux fonds propres, elle est tenue de supporter des coûts relatifs à chacun de ces modes de financement. Le choix entre fonds propres et dettes influence inévitablement le coût des ressources et conditionne la création de valeur dans la mesure où celle-ci ne peut être assurée que, si seulement si, le rendement des investissements compense le coût des ressources employées à l'occasion de ces investissements.

De manière cohérente avec les développements théoriques du troisième chapitre de la première partie de notre thèse, portant sur la décision de financement et la création de valeur, on pose l'hypothèse suivante :

1-3/ La décision de financement influence la création de valeur intrinsèque et boursière

La théorie de l'agence est l'une des théories qui considèrent que la politique de financement adoptée par l'entreprise peut contribuer à la création de valeur, dans la mesure où chaque mode de financement (fonds propres ou dettes) est assortie d'un ensemble de règles ou de conditions limitant la latitude managériale. Autrement dit, la politique financière peut limiter la marge discrétionnaire des dirigeants et les inciter de ce fait à agir dans l'intérêt des actionnaires. Elle est considérée par plusieurs auteurs comme un moyen de discipliner les dirigeants.

C'est ainsi que le modèle de Jensen et Meckling (1976) expliquait clairement le rôle du financement par dettes dans la résolution des conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires. En effet, les dirigeants agissant dans l'intérêt des actionnaires et gérant dans une optique de création de valeur, sont incités à recourir beaucoup plus à l'endettement plutôt qu'à une autre source de financement car l'endettement les contraint à faire face à leur engagement. D'autres auteurs comme Grossman et Hart (1980), postulent que l'endettement crée de la valeur dans la mesure où les dirigeants qui s'y réfèrent butent sur la maximisation de profit pour éviter de tomber dans des situations de faillite et de cessation d'activité. Ces situations affecteront leurs avantages et leur avenir professionnel.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Ajouter à cela, l'avantage fiscal que peut procurer l'endettement à la condition que le rendement des investissements compense largement le coût de l'emprunt. Par ailleurs, les points de vue restent mitigés selon les auteurs quant à l'impact de l'endettement sur la valeur.

Nous testerons cette hypothèse de recherche, avant et après la cotation du groupe SAIDAL et de l'E.G.H AURASSI, en utilisant la variables explicative de la décision de financement étudiées à la section une de ce chapitre.

Après avoir exposé les hypothèses globales de notre recherche, conformément aux arguments théoriques en faveur de l'impact positif de la gouvernance et des décisions de type d'investissement et de financement sur la création de valeur intrinsèque et boursière ; nous testerons dans ce qui suit seulement les hypothèses portant sur la création de valeur intrinsèque. Quant aux hypothèses portant sur la création de valeur boursière, elles feront l'objet de la section deux du chapitre cinq.

2/ Méthodologie suivie pour la vérification des hypothèses de recherche portant sur la valeur intrinsèque

Dans la mesure où notre objectif central de la recherche est d'étudier l'impact des décisions d'investissement et de financement, nécessitant un bon encadrement de gouvernance, sur la création de valeur au sein des entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger; nous avons adopté l'étude de type « avant-après ».

Étant donné que les effets de la gouvernance, des décisions d'investissement et de financement ne peuvent être appréciés que sur le long terme, nous avons choisi une étude qui se base sur l'évolution des indicateurs de création de valeur intrinsèque et des variables explicatives des décisions d'investissement et de financement. Ces dernières variables constituant des leviers fondamentaux de la création de valeur intrinsèque, sont aussi d'un grand intérêt pour porter un jugement sur la qualité de gouvernance et son impact sur la valeur. Ainsi, une bonne gouvernance crée de la valeur en orientant les choix stratégiques des dirigeants et en les incitant à adopter des politiques d'investissement et de financement opportunes, maximisant la valeur intrinsèque.

L'étude de l'évolution des décisions d'investissement, de financement et de la création de valeur concerne le groupe SAIDAL coté à la bourse d'Alger depuis 1999. Cette étude s'effectue sur 15 ans : de l'année précédant la cotation jusqu'à 14 ans après, tout en tenant compte de l'année de l'adhésion à la bourse. Et, l'entreprise de gestion hôtelière EL AURASSI cotée à la bourse d'Alger depuis l'année 2000. L'étude de la création de valeur de cette entreprise s'effectuera sur 14 ans : de l'année précédant la cotation (1999) jusqu'à 13 ans après, tout en tenant compte de l'année de l'adhésion à la bourse. Puisque le délai de réalisation des choix stratégiques en termes d'investissement et de leur financement s'étend sur plusieurs années, l'effet des décisions d'investissement et de financement sur la création de valeur n'est pertinent qu'en étudiant son évolution à long terme. Ceci nous permettra certes de porter un

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

jugement juste et pertinent sur les choix stratégiques adoptés en termes d'investissement, de financement et même de gouvernance.

2-1/ Le cas de SAIDAL et de l'E.G.H EL AURASSI comme illustration des développements théoriques

Pour mener à bien notre recherche et répondre à l'objectif de notre thèse, nous avons choisi les entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger dont les caractéristiques nous permettent de vérifier facilement et de manière non ambiguë les hypothèses de notre recherche.

En effet, ces entreprises sont le groupe SAIDAL et l'entreprise de gestion hôtelière EL AURASSI, s'exerçant respectivement dans les secteurs de l'industrie pharmaceutique et de l'hôtellerie. On estime que les cas de SAIDAL et l'AURASSI répondent aux exigences de notre recherche en termes d'information concernant : l'entreprise publique algérienne cotée à la bourse d'Alger ; le secteur d'activité industrielle et le secteur des services; les rapports de gestion faisant part notamment des rapports financiers consolidés sur la période de recherche retenue (de l'année précédant la cotation jusqu'à 14 ans après) et les stratégies d'investissement et de financement adoptées grâce à une bonne politique de gouvernance.

C'est à partir de ces critères que notre choix s'est fixé sur les cas de SAIDAL et de l'AURASSI. Etant donné que nous avons choisi une application empirique sur ces deux cas, nous commencerons d'abord par dresser une fiche renseignant sur les points et les événements stratégiques des cas retenus puis nous rappellerons les variables choisies pour répondre à notre problématique dont la préoccupation fondamentale est la relation : décisions d'investissement, de financement, de gouvernance et la création de valeur intrinsèque de l'action; pour ensuite, nous exposerons et analyserons profondément les résultats de notre étude empirique. Et ce, en se basant sur l'évolution des variables explicatives des décisions d'investissements, de financement et de la création de valeur intrinsèque sur la période allant de 1998 à 2012 pour SAIDAL et de 1999 à 2012 pour l'AURASSI.

2-2/ Présentation du groupe SAIDAL faisant l'objet de notre recherche

Afin de tester la plausibilité des hypothèses de recherche énoncées précédemment, nous avons choisi de mener une étude approfondie sur la création de valeur au sein du groupe SAIDAL. Après un bref historique, nous exposerons les événements majeurs qui ont marqué le groupe.

SAIDAL est un groupe industriel issu de la vague des restructurations des entreprises publiques économiques pour une meilleure adaptation aux nouvelles exigences de leur environnement. La restructuration de l'entreprise publique économique SAIDAL en 1998 avait donné naissance au groupe industriel SAIDAL. Depuis sa naissance, le groupe contrôle 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-Beïda, Constantine et Annaba) ; Biotic composée aussi

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

de trois unités de production (Gué de Constantine, El-Harrach et Cherchell) et des unités : commerciale centre située à El-Harrach et de recherche en médicaments et techniques pharmaceutiques, transformée en 1999 en un centre de développement et de recherche CRD.

Le groupe SAIDAL est le leader de fabrication de médicaments et produits assimilés sur le marché algérien. Aussi, il représente la plus importante entreprise industrielle de la filière pharmacie détenue à 100% par l'ex-holding public chimie pharmacie et service. L'événement majeur qui a marqué le groupe est son admission à la côte. En effet, 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, l'assemblée générale extraordinaire du 22 juin 1998 de SAIDAL a adopté la résolution n°4, sur proposition du conseil d'administration, autorisant SAIDAL à introduire en bourse une partie de son capital ¹⁵⁷. Au terme de cette opération, SAIDAL a vendu 20% de son capital social, soit 2 000 000 actions de forme nominale d'une valeur unitaire de 250,00 DA sur un total de 10 000 000 actions. Depuis, le conseil d'administration du groupe est composé des membres représentant et l'actionnaire majoritaire (Etat) et les actionnaires nouveaux entrant, soient 11 membres dont 08 représentent l'Etat, 02 les nouveaux actionnaires et 01 les participations des salariés. Cette recomposition du conseil d'administration du groupe SAIDAL explique clairement l'impact de l'ouverture du capital par voie boursière sur la structure organisationnelle du groupe, voire sur son système de gouvernance.

2-3/ Présentation de L'E.G.H AURASSI faisant l'objet de notre recherche

L'entreprise de gestion hôtelière EL AURASSI est une entreprise publique économique (EPE) érigée sous forme de sociétés par actions dont le capital est à 80% détenu par l'Etat via les holdings. Suite aux réformes économiques engagées par l'Algérie à partir de la fin des années 1980, l'hôtel est doté le 12 février 1991 du statut d'une entreprise publique économique régie par la commercialité. Il devint une société par action d'un capital social de 40 millions de dinars, divisé en 400 actions d'un nominal de 100 000,00 DA chacune.

En 1995, les actions de l'hôtel EL AURASSI sont transférées au profit du holding public services (l'ordonnance n°95-25 relative à la gestion des capitaux marchands de l'Etat). Durant la même année, le capital de l'hôtel EL AURASSI passe à 1,5 milliards dinars suite à l'augmentation de capital par incorporation de l'écart de réévaluation, et ce par l'émission de 14 600 actions gratuites de nominal de 100 000,00 DA. Le 14 février 2000, le titre d'EL AURASSI a été introduit en bourse. Le capital social est de 1 500 000 000,00 DA soit 6 000 000 actions d'une valeur nominale de 250,00 DA, la quantité offerte suite à la cotation n'a pas dépassé 1 200 000 actions soit 20% du capital social au prix de 400,00 DA.

¹⁵⁷ D'après la notice d'informations du groupe Saïdal.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Avant de procéder à la vérification des hypothèses de recherche sur les cas de SAIDAL et de l'E.G.H.AURASSI, il y a lieu de rappeler les variables choisies pour répondre à cette fin.

2-4/ Rappel sur les variables choisies pour tester l'impact de la gouvernance, des décisions d'investissements et de financement sur la création de valeur intrinsèque.

Les indicateurs de création de valeur intrinsèque retenus pour notre recherche (RF, IV et EVA) ont reposé sur des valeurs des bilans comptables et des tableaux de compte de résultat des cas retenus. Les variables explicatives de la création de valeur intrinsèque à savoir, les décisions d'investissement et de financement sont opérationnalisées par des valeurs comptables. Les retraitements et les ajustements comptables recommandés par les bureaux d'expertise en finance comme Stewart and Co, pour rendre compte des capitaux employés et d'autres comptes du bilan n'ont pas été opérés dans notre recherche. En effet, l'objectif central de notre recherche est d'étudier les relations d'association entre le nouveau système de gouvernance dû à l'ouverture du capital par voie boursière, les décisions d'investissement et de financement et la création de valeur intrinsèque, et ce en adoptant l'étude de type « avant-après ».

Tableau n°4 : Opérationnalisation des variables retenues pour notre recherche.

Indicateurs de création de valeur intrinsèque		
1- Valeur ajoutée économique ou EVA = (Retour sur investissement – CMPC) x Capitaux investis.		
2- Ratio de rentabilité des capitaux propres= Résultat d'exploitation/Fonds propres		
Ratio de rentabilité des capitaux propres 3-Ratio de levier de valeur ou indice de valeur= -----		
Coût des fonds propres		
Variables explicatives de la création de valeur		
1- Décisions d'investissement :	Investissement total	Investissement Total
	----- et -----	-----
	Chiffre d'affaires	Actif Total
2-Décisions de financement :	Dettes totales	

	Actif Total	

Source : nos regroupements

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Étant donné que notre étude est de type « avant-après », on déduit facilement le changement qu'entraîne la cotation en matière de gouvernance et donc en matière de prise de décision (d'investissement et de financement).

Tenant compte des variables explicatives de la création de valeur, nous considérons dans la présente recherche que l'apport d'une bonne gouvernance à la création de valeur est réduit à la seule augmentation des investissements en nombre et en taille. Autrement dit, les dirigeants gérant dans l'intérêt des propriétaires, pour maximiser leur richesse, sont amenés à accroître les projets d'investissement en nombre et en taille. Dans le présent travail, seule l'hypothèse de l'accroissement des investissements en nombre et en taille est testée. Quant à la décision de financement, seul le ratio d'endettement est pris en compte.

2-5/ Collecte des données

Afin de mener à bien notre recherche, des rapports d'activité du groupe SAIDAL et de l'E.G.H. AURASSI ont été obtenus auprès de leur direction financière, des informations boursières et des rapports annuels sont consultés sur le site de la Cosob.

3/ Les résultats obtenus sur le premier cas étudié : Saidal

En entament par le groupe SAIDAL, notre objectif est de vérifier les hypothèses de notre recherche une par une, en utilisant les indicateurs cités ci-dessus sur 15 ans : de l'année précédant la cotation (1998) jusqu'à 14 ans après en tenant compte de l'année de cotation (1999). On commence notre étude à partir de 1998, l'année précédant la cotation, parce que SAIDAL n'a pas établi de comptes consolidés avant cette année (au 31/12/1997) ; sa constitution en groupe n'ayant lieu que le 02/02/1998. Afin d'aboutir à des résultats significatifs, une étude de l'évolution des variables explicatives des décisions financières de type d'investissement et de financement et des indicateurs de mesure de création de valeur intrinsèque s'impose. En effet, l'impact des décisions d'investissement et de financement sur la création de valeur nécessite une étude et une appréciation sur le long terme, puisque le délai de réalisation des projets s'étend sur plusieurs années. De plus, la mise en place d'un nouveau système de gouvernance suite à la cotation s'étend aussi sur plusieurs années et par conséquent; l'impact de la gouvernance, des décisions d'investissement et de financement ne peut être étudié qu'en s'intéressant à l'évolution des différents indicateurs explicatifs choisis.

3-1/ La gouvernance et la création de valeur intrinsèque.

Nous testerons cette hypothèse en procédant directement au calcul des indicateurs de création de valeur intrinsèque avant et après la cotation. Parmi ces indicateurs, l'indicateur de l'économie value added est riche en termes d'information puisqu'il explique que la performance interne de l'entreprise est fonction de l'analyse de la rentabilité des investissements et de l'analyse de l'optimisation de l'utilisation des ressources. D'autant plus que cet indicateur (EVA) est considéré comme un

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

indicateur de gouvernance de l'entreprise. Vu que la cotation entraîne le changement de mode de gouvernance en termes de mécanismes de contrôle et d'incitation, l'adoption de l'étude de type avant-après la cotation nous permet de déduire facilement l'impact de la gouvernance sur la création de valeur intrinsèque.

A partir des valeurs comptables des différentes composantes des indicateurs de création de valeur intrinsèque, tirées des différents bilans comptables et comptes de résultats de SAIDAL (de 1998 à 2012), nous évaluerons la création de valeur intrinsèque. L'objectif est de vérifier si, suite à la cotation, SAIDAL a pu créer de la valeur aux capitaux des actionnaires au niveau interne.

Afin de répondre à notre objectif, nous avons retenu directement les ratios de rentabilité des capitaux propres et de leviers de valeur puis l'économie value added dont l'objectif est de savoir si, en tenant compte du coût des ressources apportées par les actionnaires, le résultat réalisé rémunère suffisamment les actionnaires au-delà de leur exigence. Dans la mesure où notre objectif est la performance globale de l'entreprise, on est tenu de comparer le résultat d'exploitation ou des activités opérationnelles à l'ensemble des capitaux investis, apportés par les actionnaires et les créanciers, ce qui correspond à la formule de l'EVA étudiée à la section une de ce chapitre.

Par ailleurs, la mesure de la valeur créée pour l'actionnaire au niveau interne de l'entreprise, tenant compte des fondamentaux ou des décisions stratégiques prises à cette fin, nécessite de rapprocher le résultat des activités d'exploitation (opérationnelles) qu'aux capitaux investis par les actionnaires. Ces derniers, depuis très longtemps, s'intéressent à la rentabilité financière c'est-à-dire au retour sur capitaux propres (Rentabilité de l'avoir des actionnaires) plutôt qu'au retour sur l'ensemble des actifs ou la rentabilité économique. On mesure ainsi la rentabilité que les actionnaires retirent de leur investissement.

Dès lors, la formule de l'EVA s'écrit comme suit :

$$EVA = [Rcp - E(Rcp)].cp^{158}$$
$$EVA = (\text{Rendement de capitaux propres} - \text{coût des capitaux propres}) \times \text{capitaux propres}$$

$$= \left(\frac{\text{d'exploitation}}{\text{capitaux propres}} - \text{coût des capitaux propres} \right) \times \text{capitaux propres}$$

Avant de procéder au calcul des indicateurs de la création de valeur intrinsèque, rappelons que :

1- Toutes les données nécessaires au calcul de ces indicateurs sont tirées des différents bilans comptables et comptes de résultats de SAIDAL et l'Aurassi, et n'ont pas été

¹⁵⁸ Chérif M, Dubreuille S, Op.Citée, Page71.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

retraitées. Il s'agit du résultat d'exploitation issu de l'activité opérationnelle et des capitaux propres ;

2- Seul le résultat lié à l'activité principale, voire à l'exploitation est pris en compte pour le calcul de l'EVA. Ce résultat est le plus révélateur du rendement des capitaux investis, puisqu'il reflète la qualité de gestion et de l'activité liée à l'exploitation. Nous allons retenir le résultat d'exploitation avant impôt dans l'objectif d'aboutir à un bon indicateur synthétique de la rentabilité interne de SAIDAL et l'Aurassi, dépendant exclusivement de leur gestion interne.

3-L'impôt sur le bénéfice des sociétés est une variable exogène, dépendant des considérations politiques et n'ayant pas de lien direct avec la gestion interne de l'entreprise. Ne pas tenir compte de cet impôt lors du calcul de rendement des capitaux propres, nous permet de constater directement la qualité de la gestion interne et sa contribution à la rentabilité.

4- Les fonds propres correspondent à leur valeur de fin d'exercice (31/12/n) et sont composés du capital social + primes + réserves + subventions reçues ± écart de réévaluation + résultat en instance d'affectation (ou résultat de l'exercice) + provisions pour pertes et charges – frais préliminaires.

5- Le coût des capitaux propres ou l'espérance de rendement des actionnaires est donnée par l'équation du MEDAF : $E(R_{cp}) = R_F + [E(R_m) - R_F] B_i$

Avec les notations suivantes :

R_F : taux de rentabilité de l'actif sans risque ;

$E(R_m)$: taux de rendement espéré du marché financier ;

$E(R_m) - R_F$: prime de risque de marché du groupe ;

B_i : Coefficient de risque systématique du titre.

Suivant le cas de SAIDAL, nous avons estimé le taux de rentabilité de l'actif sans risque R_F à 6%, et la prime de risque de marché du groupe $E(R_m) - R_F$ à $(15\% - 6\%) = 9\%$.

Quant au B_i , il a été estimé par le cabinet d'expertise à 1,22. En suivant l'équation de MEDAF, le coût des fonds propres ou l'espérance de rendement des capitaux propres $E(R_{cp}) = 6\% + (15\% - 6\%) \times 1,22 + 2\% = 19\%$ ^{«159»}

6- La formule de l'EVA retenue est celle qui renseigne sur la capacité de l'entreprise, via ses décisions stratégiques, à créer de la valeur aux capitaux des actionnaires.

7- Nous calculerons dans un premier temps les indicateurs de rentabilité financière qui rapportent le résultat d'exploitation de l'exercice aux capitaux propres engagés pour atteindre ce résultat. Lequel traduit l'accroissement de richesse du processus d'investissement et d'exploitation. Nous considérons un résultat d'exploitation avant

¹⁵⁹ Abdelkader Gliz : « Le problème de l'évaluation de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché », Les cahiers de CREAD, n°54/2000, Page 25.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

impôt dans l'objectif de vérifier les hypothèses portant sur l'impact des décisions financières de type d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque. Ce résultat est révélateur de l'impact de la qualité managériale sur la rentabilité, indépendamment des éléments à caractère exceptionnel et fiscal.

Dans un second temps, nous calculerons l'indice de valeur dont l'objectif est de rapporter la rentabilité des capitaux propres au coût des ressources apportées par les actionnaires. Puis dans un troisième temps, nous calculerons l'indicateur de valeur « économie value added » qui reprend les mesures de rentabilité financière en les comparant au coût des capitaux utilisés pour y parvenir, tout en tenant compte du facteur risque. L'indicateur de l'EVA associe ainsi risques et rendements.

L'évolution des indicateurs de création de valeur intrinsèque de SAIDAL, pour la période allant de 1998 à 2009 puis de 2010 à 2012, est présentée dans les tableaux suivants :

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Tableau n°5 : « Niveau de la rentabilité des capitaux propres avant et après la cotation du groupe SAIDAL »

Cette étude de cas décrypte la création ou la destruction de valeur et justifie l'utilité managériale des indicateurs retenus notamment de l'EVA. Tous les montants sont donnés en dinar algérien.

Evolution de la rentabilité des capitaux propres	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation			
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Résultat d'exploitation ①	875 493 134	942 991 921	615 559 987	755 465 767	566 394 100	1 032 401 846
Capitaux propres.....②	7 161 367 756	7 134 141 323	6 490 349 403	6 128 080 849	5 550 208 479	5 913 515 202
Rendement des capitaux propres = ①/② %	12,22	13,21	09 ,48	12,32	10,20	17,45

(Suite du tableau)

Evolution de la rentabilité des capitaux propres	Après la cotation					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Résultat d'exploitation ①	1 311 453 988	864 953 729	1 219 665 503	1 411 993 594	2 108 769 706	3 592 52 8 907
Capitaux propres.....②	6 108 386 173	6 180 402 723	6 302 203 148	6 812 796 067	8 297 185 486	12 312 713 512
Rendement des capitaux propres = ①/② %	21,46	13,99	19,35	20,72	25,41	29,17

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées dans les rapports de gestion de Saïdal.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Afin d'aboutir à des résultats pertinents et significatifs sur la création de valeur intrinsèque, les ratios de rentabilité doivent être comparés aux coûts des ressources à l'origine de cette rentabilité. Dans le tableau qui suit, on comparera le rendement des capitaux propres au coût de ces capitaux. Ceci s'apprécie en calculant l'indice de valeur.

Tableau n°6 : « Niveau de l'indice de valeur avant et après la cotation »

Rappelons que le coût des capitaux propres de SAIDAL est estimé par le cabinet d'expertise à 19%. D'après ses responsables, ce taux est constant sur toute la durée de l'étude.

Evolution de l'indice de valeur	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation									
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rendement des capitaux propres.....① %	12,22	13,21	09,48	12,32	10,20	17,45	21,46	13,99	19,35	20,72	25,41	29,17
Coût des capitaux propres.....② %	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
Indice de valeur= ① / ②%	64,31	69,52	49,89	64,84	53,68	91,84	112,94	73,63	101,84	109,05	133,73	153,52

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées dans les rapports de gestion de Saïdal.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Tableau n°7 : « Niveau de l'indice de valeur avant et après la cotation »

Evolution de l'EVA	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation			
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Rendement des capitaux propres...①	12,22	13,21	09,48	12,32	10,20	17,45
Coût des Capitaux propres ②	19	19	19	19	19	19
① – ② ③	-06,78	-05,79	-09,52	-06,68	-08,8	-01,55
Capitaux propres..④	7 161 367 756	7 134 141 323	6 490 349 403	6 128 080 849	5 550 208 479	5 913 515 202
EVA=(Rcp–Ccp)xCp = ③ x ④	-48 554 073 385,6	-41 306 678 260,1	-61 788 126 316,5	-40 935 580 071,3	-48 841 834 615,2	-09 165 948 563,1

(suite du tableau)

Evolution de l'EVA	Après la cotation					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rendement des capitaux propres..①	21,46	13,99	19,35	20,72	25,41	29,17
Coût des Capitaux propres ②	19	19	19	19	19	19
① – ② ③	02,46	- 05,01	00,35	01,72	06,41	10,17
Capitaux propres.④	6 108 386 173	6 180 402 723	6 302 203 148	6 812 796 067	8 297 185 486	12 312 713 512
EVA=(Rcp–Ccp)xCp = ③ x ④	+150 266 299 85,5	-30 963 817 642,2	+ 220 577 110 1,8	+117 180 092 35,2	+53 184 958 965,2	+125 220 296 417

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées dans les rapports de gestion de Saïdal.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Les résultats obtenus par l'EVA nous laissent approfondir notre étude en cherchant les facteurs fondamentaux à l'origine de la variation tantôt à la hausse, tantôt à la baisse de l'EVA voire de la création de richesse intrinsèque, et ce en agissant seulement sur la variable de rendement des capitaux propres puisque le coût des capitaux propres, d'après les experts, reste inchangé sur toute la durée de l'étude. En effet, comme il a été signalé dans ce travail, le ratio de rendement des capitaux propres ^{«160»} peut être décomposé en deux principaux ratios : le taux de marge d'exploitation et le ratio de rotation des capitaux propres, d'où leur produit égal au :

$$\frac{\text{Résultat d'exploitation avant impôt}}{\text{Chiffre d'affaires}} \times \frac{\text{Chiffre d'affaires}}{\text{Capitaux propres}} \dots \dots \dots (1)$$

Dans la mesure où l'on veut mettre en évidence l'impact de l'efficacité de la productivité et la structure de financement, la formule (1) s'écrit :

$$\frac{\text{Résultat d'exploitation avant impôt}}{\text{Chiffre d'affaires}} \times \frac{\text{Chiffre d'affaires}}{\text{Actif total}} \times \frac{\text{Actif total}}{\text{Capitaux propres}}$$

L'étude de l'évolution de ces trois ratios permet de porter un jugement sur la gestion interne de SAIDAL. En effet, le premier ratio représentant le taux de marge d'exploitation renseigne sur l'efficacité commerciale de l'entreprise et sur les revenus générés, une fois couverts toutes les charges liées à l'exploitation ; le deuxième renseigne sur la rotation des actifs indiquant l'utilisation du capital dans l'activité de l'entreprise ; et le troisième ratio exprime l'impact de la structure financière sur la rentabilité. C'est ainsi qu'on déduit les facteurs à l'origine de la destruction ou la création de valeur, en agissant sur l'une des variables de l'EVA liée à la gestion interne de l'entreprise à savoir le rendement des capitaux propres. Nous procéderons dans ce qui suit à l'étude de l'évolution de ces différents ratios, et ce afin d'avoir plus de précision sur l'évolution voire l'origine de l'EVA. Ainsi toute variation à la hausse ou à la baisse de rendement des capitaux propres peut provenir d'une variation de la rentabilité ou d'une variation de la rotation des actifs. ^{«161 »}

¹⁶⁰ Caby J et Koëhi J, Op.Citée, Page 119.

¹⁶¹ Christophe Thibierge, Op.Citée, Page 73.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Tableau n°8 : « Evolution du taux de marge d'exploitation de SAIDAL »

Evolution du taux de marge d'exploitation	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation			
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Résultat d'exploitation ①	875 493 134	942 991 921	615 559 987	755 465 767	566 394 100	1 032 401 846
Chiffre d'affaires ②	4 534 596 000	4 666 786 000	4 201 749 205	5 264 243 000	5 820 809 000	6 129 512 000
Taux de marge d'exploitation= ①/② %	19,30	20,20	14,65	14,35	09,73	16,84

(Suite du tableau)

Evolution du taux de marge d'exploitation	Après la cotation					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Résultat d'exploitation ①	1 311 453 988	864 953 729	1 219 665 503	1 411 993 594	2 108 769 706	3 592 528 907
Chiffre d'affaires ②	6 578 622 000	6 720 843 000	7 222 361 000	8 022 397 000	9 882 486 000	9 783 274 000
Taux de marge d'exploitation= ①/② %	19,93	12,86	16,88	17,60	21,33	36,72

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées dans les rapports de gestion de Saïdal.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Tableau n°9 : « Evolution de la rotation des actifs de SAIDAL »

Evolution de la rotation des actifs	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation			
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Chiffre d'affaires ①	4 534 596 000	4 666 786 000	4 201 749 205	5 264 243 000	5 820 809 000	6 129 512 000
Actif total.. ②	10 070 232 429	10 435 045 716	10 838 192 183	10 725 861 772	11 112 910 404	12 139 257 399
Rotation de l'actif①/②	0,45	0,44	0,38	0,49	0,52	0,50

(Suite du tableau)

Evolution de la rotation des actifs	Après la cotation					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Chiffre d'affaires ... ①	6 578 622 000	6 720 843 000	7 222 361 000	8 022 397 000	9 882 486 000	9 783 274 000
Actif total.....②	12 990 873 093	14 283 307 897	14 190 981 533	14 811 908 076	18 385 678 738	22 914 268 798
Rotation de l'actif①/②	0,50	0,47	0,50	0,54	0,53	0,42

Tableau n°10 : « Evolution de la structure financière de SAIDAL »

Evolution de la structure financière	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation			
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Actif total.....①	10 070 232 429	10 435 045 716	10 838 192 183	10 725 861 772	11 112 910 404	12 139 257 399
Capitaux propres ②	7 161 367 756	7 134 141 323	6 490 349 403	6 128 080 849	5 550 208 479	5 913 515 202
Ratio de structure financière= ①/②	01,40	01,46	01,66	01,75	02,00	02,05

(Suite du tableau)

Evolution de la structure financière	Après la cotation					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Actif total.....①	12 990 873 093	14 283 307 897	14 190 981 533	14 811 908 076	18 385 678 738	22 914 268 798
Capitaux propres ②	6 108 386 173	6 180 402 723	6 302 203 148	6 812 796 067	8 297 185 486	12 312 713 512
R.S.F= ①/②	02,12	02,31	02,25	02,17	02,21	01,86

Source : nos regroupements d'après les données financières publiées dans les rapports de gestion de SAIDAL

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

3-2/ La décision d'investissement et la création de valeur intrinsèque.

A l'appui des développements théoriques précédents, les décisions d'investissement influencent positivement la création de valeur, elles sont à l'origine de l'accroissement de richesse dans la mesure où elles génèrent des flux de revenus qui couvrent suffisamment les coûts d'investissement. Nous considérons dans notre étude que l'augmentation des investissements en nombre et en taille est une variable explicative de la création de valeur d'une part, et de bonne gouvernance d'autre part. En effet, l'évolution des taux d'investissement avant et après la cotation permet de déterminer la part prise par la gouvernance, suite au changement induit par la cotation en termes de structure organisationnelle, dans l'incitation à la création de valeur en agissant sur l'un de ses leviers fondamentaux : l'investissement. De plus, l'entreprise ne réussit la création de valeur que si elle dispose des caractéristiques organisationnelles, voire d'un système de gouvernance dont l'objectif est l'optimisation des décisions stratégiques notamment d'investissement et de financement.

Les ratios d'investissement choisis représentent les décisions des dirigeants quant à la politique d'investissement adoptée avant et après la cotation, et expliquent en même temps l'évolution du niveau des indicateurs de création de valeur intrinsèque calculés précédemment. C'est en comparant l'évolution de ces indicateurs à celle des ratios d'investissement qu'on déduit l'impact des décisions d'investissement sur la création de valeur intrinsèque.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Tableau n°11 : « Evolution du taux d'intensité capitalistique »

Evolution du taux d'intensité capitalistique	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation			
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Investissement total*	5 604 232 000	4 995 315 156	4 740 066 187	4 303 111 892	3 770 635 147	3 927 445 180
Ventes (chiffre d'affaires)	4 534 596 000	4 666 786 000	4 201 749 205	5 264 243 000	5 820 809 000	6 129 512 000
Ratio = $\frac{\text{Investissement total}}{\text{Chiffre d'affaires}}$ %	123,58	107,03	112,81	81,74	64,77	64,07

(Suite du tableau)

Evolution du taux d'intensité capitalistique	Après la cotation					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Investissement total*	4 318 302 789	4 953 219 764	4 614 503 407	4 393 235 303	5 377 429 513	7 184 194 092
Ventes (chiffre d'affaires)	6 578 622 000	6 720 843 000	7 222 361 000	8 022 397 000	9 882 486 000	9 783 274 000
Ratio = $\frac{\text{Investissement total}}{\text{Chiffre d'affaires}}$ %	65,64	73,69	63,89	54,76	54,41	73,43

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées dans les rapports de gestion de Saïdal.

* Sans frais préliminaires

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Tableau n°12 : « Evolution du taux d'investissement »

Evolution des taux d'investissement	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation			
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Investissement total	5 604 232 000	4 995 315 156	4 740 066 187	4 303 111 892	3 770 635 147	3 927 445 180
Actif total	10 070 232 429	10 435 045 716	10 838 192 183	10 725 861 772	11 112 910 404	12 139 257 399
Ratio = $\frac{\text{Investissement total}}{\text{Actif total}} \%$	55,65	47,87	43,73	40,11	33,93	32,35

(Suite du tableau)

Evolution des taux d'investissement	Après la cotation					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Investissement total	4 318 302 789	4 953 219 764	4 614 503 407	4 393 235 303	5 377 429 513	7 184 194 092
Actif total	12 990 873 093	14 283 307 897	14 190 981 533	14 811 908 076	18 385 678 738	22 914 268 798
Ratio = $\frac{\text{Investissement total}}{\text{Actif total}} \%$	33,24	34,67	32,51	29,66	29,24	31,35

Source: nos regroupements d'après les informations financières publiées dans les rapports de gestion de Saïdal.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

3-3/ La décision de financement et la création de valeur intrinsèque.

Suivant les prescriptions théoriques précédemment énoncées dans notre recherche, la politique de financement adoptée par l'entreprise joue un rôle crucial dans son développement. La mise en place d'un système de gouvernance butant sur la création de valeur suppose le recours accru à l'endettement plutôt qu'à une autre source de financement de quelle nature soit-elle. Le recours à l'endettement contribue à la création de valeur intrinsèque ou boursière dans la mesure où la dette constitue un moyen de discipliner l'équipe dirigeante en réduisant sa marge discrétionnaire et en l'incitant au travail pour maximiser les profits et éviter la faillite. L'endettement contraint l'équipe dirigeante à plus de rigueur pour qu'elle puisse faire face aux échéances de remboursement de son emprunt. Nous considérons dans notre recherche que le recours à l'endettement ou l'augmentation du taux de la dette sur la durée de l'étude est une variable explicative d'une bonne gouvernance d'une part, et de création de valeur intrinsèque d'autre part.

Le ratio lié à la politique d'endettement explique et représente les décisions de financement prises par l'équipe dirigeante dans l'intérêt de l'entreprise, avant et après la cotation. L'impact des décisions de financement sur la création de valeur intrinsèque se mesure en comparant le ratio d'endettement choisi aux indicateurs de la création de valeur intrinsèque. L'évolution des taux de la dette sur la période d'étude permet d'expliquer l'évolution des indicateurs de création de valeur intrinsèque calculés précédemment. De plus, cette évolution permet de déduire l'impact de changement du système de gouvernance induit par la cotation sur les choix stratégiques en termes de politique de financement. Ainsi, le recours accru à l'endettement après la cotation n'explique que l'importance accordée par l'équipe dirigeante à l'objectif de création de valeur, étant donné que cet endettement limite sa liberté d'action et sa marge discrétionnaire en l'incitant à réaliser plus de profit pour faire face à ses engagements à l'arrivée de l'échéance.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Tableau n°13 : « Evolution du taux d'endettement global »

Evolution du taux de la dette	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation			
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Dettes totales ①	2 908 864 673	3 300 904 391	4 347 842 780	4 597 780 926	5 562 701 926	6 225 742 197
Actif total.....②	10 070 232 429	10 435 045 716	10 838 192 183	10 725 861 772	11 112 910 404	12 139 257 399
Taux de la dette ①/②%	28,88	31,63	40,11	42,86	50,05	51,28

(Suite du tableau)

Evolution du taux de la dette	Après la cotation					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Dettes totales ①	6 882 486 919	8 102 905 173	7 888 778 386	7 999 112 009	10 088 493 252	10 601 555 286
Actif total.....②	12 990 873 093	14 283 307 897	14 190 981 533	14 811 908 076	18 385 678 738	22 914 268 798
Taux de la dette ①/②%	52,97	56,72	55,59	54,00	54,87	46,26

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées dans les rapports de gestion de Saïdal.

**Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance,
d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque**

3-4- Qu'en est – il de la création de valeur intrinsèque pour la période allant de 2010 à 2012 ? Cas de Saïdal

Notre objectif est de recalculer les indicateurs de création de valeur intrinsèque à partir de l'année 2010. Ceci peut être illustré dans les tableaux qui suivent:

Suite du tableau n°5

Evolution de la rentabilité des capitaux propres	Après la cotation		
	2010	2011	2012
Résultat d'exploitation ①	1 519 611 968,80	2 525 202 081,58	2 397 451 515,15
Capitaux propres ②	11 785 525 448,05	13 795 482 542,61	14 746 506 012,32
Rendement des capitaux propres= ①/② %	12,89	18,30	16,25

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par Saïdal.

C'est en comparant les taux de rendement des capitaux propres aux coûts de ces derniers, qu'on déduit si l'entreprise crée de la valeur ou non. Ceci peut être illustré dans le tableau qui suit :

Suite du tableau n°6

Evolution de l'indice de valeur	Après la cotation		
	2010	2011	2012
Rendement des capitaux propres.....①	12,89	18,30	16,25
Coût des capitaux propres.....②	19	19	19
Indice de valeur = ①/② %	67,84	96,31	85,52

Source: nos regroupements d'après les informations financières publiées par Saïdal.

Suite du tableau n°7

Evolution de l'EVA	Après la cotation		
	2010	2011	2012
R .des capitaux propres①	12,89	18,30	16,25
Coût des capitaux propres..... ②	19	19	19
① - ②.....③	- 06,11	- 00,7	- 02,75
Capitaux propres.....④	11 785 525 448,05	13 795 482 542,61	14 746 506 012,32
EVA=(Rcp-Ccp)x Cp =③ x ④	-72 009 560 487,05	- 9 656 837 779,82	40 552 891 533,8

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par Saïdal.

**Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance,
d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque**

Suite du tableau n°8

Evolution du taux de marge d'exploitation	Après la cotation		
	2010	2011	2012
Résultat d'exploitation ----- -----①	1 519 611 968,80	2 525 202 081,58	2 397 451 515,15
Chiffre d'affaires-----②	12 510 199 865,69	13 504 270 700,95	13 895 054 472,57
Taux de marge d'exploitation= ①/② %	12,14	18,69	17,25

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par Saïdal.

Suite du tableau n°9

Evolution de la rotation des actifs	Après la cotation		
	2010	2011	2012
Chiffre d'affaires.....①	12 510 199 865,69	13 504 270 700,95	13 895 054 472,57
Actif total..... ②	28 251 187 962,68	27 277 970 867,73	30 021 145 494,54
Rotation de l'actif= ①/② %	00,44	00,49	00,46

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées dans les rapports de gestion de Saïdal.

Suite du tableau n°10

Evolution de la structure financière	Après la cotation		
	2010	2011	2012
Actif total ①	28 251 187 962,68	27 277 970 867,73	30 021 145 494,54
Capitaux propres.....②	11 785 525 448,05	13 795 482 542,61	14 746 506 012,32
Ratio de structure financière= ①/② %	02,39	01,97	02,03

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées dans les rapports de gestion de Saïdal.

Suite du tableau n°11

Evolution du taux d'intensité capitalistique	Après la cotation		
	2010	2011	2012
Investissement total.....①	13 212 823 631,71	11 161 030 680,69	11 454 745 444,93
Chiffre d'affaires ②	12 510 199 865,69	13 504 270 700,95	13 895 054 472,57
INV/CA= ①/② %	105,61	82,64	82,43

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées dans les rapports de gestion de Saïdal.

**Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance,
d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque**

Suite du tableau n°12

Evolution du taux d'investissement	Après la cotation		
	2010	2011	2012
Investissement total.....①	13 212 823 631,71	11 161 030 680,69	11 454 745 444,93
Actif total ②	28 251 187 962,68	27 277 970 867,73	30 021 145 494,54
Taux d'investissement = ①/② %	46,76	40,91	38,15

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées dans les rapports de gestion de Saïdal.

Suite du tableau n°13

Evolution du taux de la dette	Après la cotation		
	2010	2011	2012
Dettes totales ①	16 465 662 514,6	13 482 488 325,1	15 274 639 482,2
Actif total.....②	28 251 187 962,68	27 277 970 867,73	30 021 145 494,54
Taux de la dette= ①/② %	58,28	49,42	50,87

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées dans les rapports de gestion de Saïdal.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

4/ Les résultats obtenus sur le deuxième cas étudié : E.G.H-El Aurassi

Après avoir étudié le cas de SAIDAL, nous procédons à l'étude du deuxième cas à savoir l'E.G.H-AURASSI. La vérification des hypothèses de recherche s'effectuera en étudiant les indicateurs cités précédemment sur 14 ans : de 1999 à 2009, puis de 2010 à 2012.

4-1/ L'évolution des indicateurs de création de valeur intrinsèque : avant et après la cotation.

Tableau n°14 : « Niveau de rendement des capitaux propres avant et après la cotation »

Evolution de la Rentabilité des capitaux propres	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation			
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Résultat d'exploitation ①	182 096 968	218 056 757	275 316 887	369 940 353,37	393 483 044,30	535 526 829,18
Capitaux propres ②	2 021 813 461	1 992 253 516	1 971 676 113	2 124 924 475,91	2 283 435 699,5	2 522 615 993,31
Rendement des capitaux propres①/② %	09,00	10,94	13,96	17,40	17,23	21,22

(suite du tableau)

Evolution de la Rentabilité des capitaux propres	Après la cotation				
	2005	2006	2007	2008	2009
Résultat d'exploitation ①	707 543 464,52	776 432 145,37	572 102 282,88	703 537 760,83	514 718 219,47
Capitaux propres.....②	2 746 386 859,65	2 961 541 123,25	3 332 138 282,21	3 746 284 600,18	4 218 597 857,46
Rendement des capitaux propres①/② %	25,76	26,21	17,16	18,77	12,20

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Rappelons que :

1-L'action de l'AURASSI est cotée durant l'année 2000.

2- Le résultat d'exploitation avant impôts est un résultat qui nous renseigne sur l'exploitation de l'entreprise, voire sur ses activités à court terme. Lequel n'est pas influencé par la politique fiscale. Nous considérons dans la présente recherche que l'impôt sur le bénéfice des sociétés est une variable exogène, n'ayant pas de lien direct avec la gestion interne de l'entreprise.

3-Les capitaux propres de l'E.G.H.AURASSI sont composés de : capital social + réserve légale + réserves facultatives + écart de réévaluation + résultat en instance d'affectation + provisions pour pertes et charges et résultat net de l'exercice.

4- Il y a absence totale des frais préliminaires aux bilans comptables de l'E.GH EL AURASSI.

5-Le coût des fonds propres de l'AURASSI est égal au taux sans risque augmenté d'une prime de risque. Nous considérons dans le présent travail que le taux sans risque correspond aux taux des bons de trésor à cinq ans, à savoir un taux de 6%. Son taux équivalent hebdomadaire est $[(1+6\%)^{1/52} - 1]$, soit 0,11% et la prime de risque de marché est la moyenne des $R_m - R_o$, soit - 0,023.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Tableau n°15 : « Niveau de l'indice de valeur avant et après la cotation »

Evolution de l'indice de valeur	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation								
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rendement des capitaux propres ① %	09,00	10,94	13,96	17,40	17,23	21,22	25,76	26,21	17,16	18,77	12,20
Coût des capitaux propres.....② %	06,14	06,14	06,14	06,14	06,14	06,14	06,14	06,14	06,14	06,14	06,14
Indice de valeur ①/②%	146,57	178,17	227,36	283,38	280,61	345,60	419,54	426,87	279,47	305,70	198,69

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB.

Tableau n°16 : « Niveau de l'EVA avant et après la cotation »

Evolution de l'EVA	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation			
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Rendement des capitaux propres.....①	09,00	10,94	13,96	17,40	17,23	21,22
Coût des Capitaux propres ②	06,14	06,14	06,14	06,14	06,14	06,14
① – ② ③	02,86	04,8	07,82	11,26	11,09	15,08
Capitaux propres.....④	2 021 813 461	1 992 253 516	1 971 676 113	2 124 924 475,91	2 283 435 699,5	2 522 615 993,31
EVA=(Rcp–Ccp)x Cp = ③ x ④	5 782 386 498,46	9 562 816 876,8	15 418 507 203,6	23 926 649 598,7	25 323 301 907,4	38 041 049 179,1

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

(Suite du tableau)

Evolution de l'EVA	Après la cotation				
	2005	2006	2007	2008	2009
Rendement des capitaux propres.①	25,76	26,21	17,16	18,77	12,20
Coût des Capitaux propres ②	06,14	06,14	06,14	06,14	06,14
① – ② ③	19,62	20,07	11,02	12,63	06,06
Capitaux Propres.....④	2 746 386 859,65	2 961 541 123,25	3 332 138 282,21	3 746 284 600,18	4 218 597 857,46
EVA=(Rcp–Ccp)x Cp = ③ x ④	53 884 110 186,3	59 438 130 343,62	36 720 163 869,9	47 315 574 500,2	25 564 703 016,2

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB.

Afin d'avoir plus de précision sur l'évolution voire l'origine de l'EVA, nous procédons à l'étude de l'évolution de chaque composante constituant l'EVA dans ce qui suit :

Tableau n°17 : « Evolution du taux de marge d'exploitation de E.G.H. AURASSI »

Evolution du taux de marge d'exploitation	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation			
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Résultat d'exploitation ①	182 096 968	218 056 757	275 316 887	369 940 353,37	393 483 044,30	535 526 829,18
Chiffre d'affaires.....②	763 304 360	888 725 934	949 559 286	1 134 090 205	1 200 788 520	1 431 664 408
Taux de marge= ①/② %	23,85	24,53	28,99	32,62	32,76	37,40

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

(Suite du tableau)

Evolution du taux de marge d'exploitation	Après la cotation				
	2005	2006	2007	2008	2009
Résultat d'exploitation ①	707 543 464 ,52	776 432 145,37	572 102 282,88	703 537 760,83	514 718 219,47
Chiffre d'affaires ②	1 643 910 838	1 693 610 924	1 792 327 620	1 958 651 078	1 702 261 041,74
Taux de marge= ①/② %	43,04	45,84	31,91	35,91	30,23

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB.

Tableau n°18 : « Evolution de la rotation des actifs de l'E.G.H .AURASSI »

Evolution de la rotation des actifs	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation			
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Chiffre d'affaires ①	763 304 360	888 725 934	949 559 286	1 134 090 205	1 200 788 520	1 431 664 408
Actif total ②	4 189 323 165	4 138 703 933	4 115 717 171	4 446 969 468,84	4 677 528 246,13	5 135 427 117,01
Rotation de l'actif= ①/②	0,18	0,21	0,23	0,25	0,25	0,27

(Suite du tableau)

Evolution de la rotation des actifs	Après la cotation				
	2005	2006	2007	2008	2009
Chiffre d'affaires ... ①	1 643 910 838	1 693 610 924	1 792 327 620	1 958 651 078	1 702 261 041,74
Actif total.....②	5 579 129 206,00	5 742 222 580,83	6 255 503 132,50	6 632 861 201,13	6 954 458 174,63
Rotation de l'actif= ①/②	0,29	0,29	0,28	0,29	0,24

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Tableau n°19 : « Evolution de la structure financière de l'E.G.H .AURASSI »

Evolution de la structure financière	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation			
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Actif total... ①	4 189 323 165	4 138 703 933	4 115 717 171	4 446 969 468,84	4 677 528 246,13	5 135 427 117,01
Capitaux propres ②	2 021 813 461	1 992 253 516	1 971 676 113	2 124 924 475,91	2 283 435 699,5	2 522 615 993,31
Ratio de structure financière= ①/②	02,07	02,07	02,08	02,09	02,04	02,03

(Suite du tableau)

Evolution de la structure financière	Après la cotation				
	2005	2006	2007	2008	2009
Actif total.....①	5 579 129 206,00	5 742 222 580,83	6 255 503 132,50	6 632 861 201,13	6 954 458 174,63
Capitaux propres ②	2 746 386 859,65	2 961 541 123,25	3 332 138 282,21	3 746 284 600,18	4 218 597 857,46
Ratio de structure financière= ①/②	02,03	01,93	01,87	01,77	01,64

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

4-2/ La décision d'investissement et la création de valeur intrinsèque

Tableau n°20 : « Evolution du taux d'intensité capitalistique »

Evolution du taux d'intensité capitalistique	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation			
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Investissement total	3 179 856 159	3 001 243 969	2 972 109 381	2 866 587 094,84	2 748 118 896,53	2 680 914 826,32
Chiffre d'affaires	763 304 360	888 725 934	949 559 286	1 134 090 205	1 200 788 520	1 431 664 408

(Suite du tableau)

Evolution du taux d'intensité capitalistique	Après la cotation				
	2005	2006	2007	2008	2009
Investissement total	2 638 599 772,65	2 500 821 570,06	2 386 342 433,81	2 320 113 851,06	2 375 298 641,59
Chiffre d'affaires	1 643 910 838	1 693 610 924	1 792 327 620	1 958 651 078	1 702 261 041,74
Ratio = $\frac{\text{Investissement total}}{\text{Chiffre d'affaires}} \%$	160,50	147,66	133,14	118,45	139,53

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB.

Tableau n°21 : « Evolution du taux d'investissement »

Niveau d'investissement dans le patrimoine de l'entreprise	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation			
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Investissement total	3 179 856 159	3 001 243 969	2 972 109 381	2 866 587 094,84	2 748 118 896,53	2 680 914 826,32
Actif total	4 189 323 165	4 138 703 933	4 115 717 171	4 446 969 468,84	4 677 528 246,13	5 135 427 117,01
Ratio = $\frac{\text{Investissement total}}{\text{Actif total}} \%$	75,90	72,51	72,21	64,46	58,75	52,20

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

(Suite du tableau)

Niveau d'investissement dans le patrimoine de l'entreprise	Après la cotation				
	2005	2006	2007	2008	2009
Investissement total	2 638 599 772,65	2 500 821 570,06	2 386 342 433,81	2 320 113 851,06	2 375 298 641,59
Actif total	5 579 129 206,00	5 742 222 580,83	6 255 503 132,50	6 632 861 201,13	6 954 458 174,63
Ratio = $\frac{\text{Investissement total}}{\text{Actif total}} \%$	47,29	43,55	38,14	34,97	34,15

4-3/ La décision de financement et la création de valeur intrinsèque

Tableau n°22 : « Evolution du taux d'endettement global »

Evolution du taux de la dette	Avant la cotation	Année de la cotation	Après la cotation			
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Dettes totales ①	2 167 509 701	2 146 450 414	2 144 041 055	2 322 044 992,93	2 394 092 546,63	2 612 811 123,70
Actif total.....②	4 189 323 165	4 138 703 933	4 115 717 171	4 446 969 468,84	4 677 528 246,13	5 135 427 117,01
Taux de la dette= ①/②%	51,73	51,86	52,09	52,21	51,18	50,87

(Suite du tableau)

Evolution du taux de la dette	Après la cotation				
	2005	2006	2007	2008	2009
Dettes totales ①	2 832 742 346,35	2 780 681 457,58	2 923 364 850,29	2 886 576 600,95	2 735 860 317,17
Actif total.....②	5 579 129 206,00	5 742 222 580,83	6 255 503 132,50	6 632 861 201,13	6 954 458 174,63
Taux de la dette= ①/②%	50,77	48,42	46,73	43,51	39,33

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

4-4- Qu'en est-il de la création de valeur intrinsèque pour la période allant de 2010 à 2012 ? Cas de l'E.G.H.Aurassi

Suite du tableau n°14:

Evolution de la rentabilité des capitaux propres	2010	2011	2012
R. d'exploitation -----(1)	163 131 860.91	(703 561 714.00)	678 091 020.24
Capitaux propres.....(2)	3 944 134 781.77	3 247 475 359.66	3 779 755 714.60
Rendement des capitaux propres= (1) / (2)%	04.13	(21.66)	17.94

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB.

Suite du tableau n°15 :

Evolution de l'indice de valeur	2010	2011	2012
Rendement des capitaux propres....(1)	04.13	(21.66)	17.94
Coûts des capitaux propres.....(2)	06.14	06.14	06.14
Indice de valeur= (1) / (2)%	67.26	(352.76)	292.18

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB.

Suite du Tableau n°16 :

Evolution de l'EVA	2010	2011	2012
Rendement des capitaux propres.....(1)	04.13	(21.66)	17.94
Coûts des capitaux propres.....(2)	06.14	06.14	06.14
(1)– (2).....(3)	-2.01	-27.8	11.8
Capitaux propres.....(4)	3 944 134 781.77	3 247 475 359.66	3 779 775 714.60
EVA = (Rcp-Ccp) x Cp= (3) x (4)	-7 927 710 911.35	-90 279 814 998.5	44 601 353 432.2

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB.

**Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance,
d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque**

Suite du Tableau n°17 :

Evolution du taux de marge d'exploitation	2010	2011	2012
R. d'exploitation------(1)	163 131 860.91	(703 561 714.00)	678 091 020.24
Chiffre d'affaire.....(2)	1 159 110 003.58	107 093 701.08	1 482 303 083.47
Taux de marge d'exploitation= (1)/(2)%	14.07	(656.95)	45.74

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB.

Suite du Tableau n°18 :

Evolution de la rotation des actifs	2010	2011	2012
Chiffres d'affaires.....(1)	1 159 110 003,58	107 093 701,08	1 482 303 083,47
Actif total.....(2)	8 619 648 335,81	10 867 903 092,95	11 379 306 572,42
Rotation de l'actif= (1)/(2)	00.13	00.009	00.13

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB.

Suite du Tableau n°19:

Evolution de la structure financière	2010	2011	2012
Actif total..... (1)	8 619 648 335.81	10 867 903 092.95	11 379 306 572.42
Capitaux propres.....(2)	3 944 134 781.77	3 247 475 359.66	3 779 755 714.60
Ratio de structure financière= (1)/(2)	02.18	03.34	03.01

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB.

Suite du Tableau n°20:

Evolution du taux d'intensité capitalistique	2010	2011	2012
Investissement total	5 734 357 955.39	8 928 099 009.84	10 152 922 780.03
Chiffre d'affaires	1 159 110 003.58	107 093 701.08	1 482 303 023.47
Ratio – $\frac{\text{Invest} - \text{Total}}{\text{Chiffre d'affaires}}$ %	494.72	8 336.71	684.94

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB.

**Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance,
d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque**

Suite du Tableau n°21:

Taux d'investissement	2010	2011	2012
Investissement total	5 734 357 955.39	8 928 099 009.84	10 152 922 780.03
Actif total	8 619 648 335.81	10 867 903 092.95	11 379 306 572.42
Ratio = $\frac{\text{Invest} - \text{Total}}{\text{Actif total}}$ %	66.52	82.15	89.22

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB.

Suite du Tableau n°22:

Evolution du taux de la dette	2010	2011	2012
Dettes totales.....(1)	4 675 513 554,04	7 620 427 733,29	7 599 530 857,82
Actif total.....(2)	8 619 648 335.81	10 867 903 092.95	11 379 306 572.42
Taux de la dette= (1)/(2)%	54.24	70.11	66.78

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB.

L'analyse approfondie des résultats de chaque tableau fera l'objet de la troisième section.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Section 3 : Discussion et analyse approfondie des résultats sur la valeur intrinsèque.

Après avoir calculé, selon notre problématique, les variables supposées explicatives de la création de valeur intrinsèque à savoir les décisions d'investissement et de financement, nous procédons dans ce qui suit à l'analyse des résultats en comparant chaque variable de ces décisions aux indicateurs de mesure de la valeur intrinsèque de l'action. En effet, l'évolution des variables explicatives avant et après la cotation permet de déduire l'apport des décisions d'investissement et de financement d'une part et, d'autre part, l'origine de la création de valeur intrinsèque. De plus, la décomposition des indicateurs de mesure de la valeur intrinsèque explique bien les facteurs qui y sont à l'origine.

Tout au long de cette section, nous analyserons d'une façon approfondie les résultats des tableaux portant sur la mesure de la valeur intrinsèque et sur les variables explicatives de celle-ci.

1-Gouvernance et création de valeur intrinsèque

Concernant le cas de SAIDAL, l'étude empirique ne met en évidence aucun impact positif de la gouvernance et de la nouvelle structure organisationnelle, induit par la cotation, sur la création de valeur intrinsèque pour les périodes allant de 1998 à 2005 et de 2010 à 2012. A contrario, durant les années 2006, 2007, 2008 et 2009; le groupe avait enregistré respectivement des rendements sur capitaux propres en perpétuelle croissance (19,35 ; 20,72 ; 25,41 et 29,17%). En rapportant ces rendements au coût des capitaux propres de 19%, on constate que le groupe compense largement le coût de ses ressources apportées par les actionnaires et, de ce fait, il réussit la création de valeur intrinsèque pour la période allant de 2006 à 2009. Ceci est indiqué aussi par l'indice de valeur qui s'avère supérieur à 100% pour la même période, soit des taux de 101,84 ; 109,05 ; 133,73 et 153,52% atteint respectivement en 2006, 2007, 2008 et 2009. En revanche, cet indice demeure inférieur à 100% de 1998 à 2005, excepté l'année 2004, où il est positif de 112,94%. De la période allant de 2010 à 2012, nous n'enregistrons aucune différence marquante avec celle allant de 1998 à 2005 en termes de création de valeur au niveau interne. En effet, les taux de rendements réalisés durant cette période (12,89 ; 18,30 et 16,25%) demeurent inférieurs au coût du capital de 19%, entraînant ainsi un indice de valeur inférieur à 100%.

Les mêmes conclusions sont à constater en étudiant l'indicateur de mesure de l'EVA. En effet, cet indicateur est négatif de 1998 à 2005, indiquant l'incapacité du groupe SAIDAL à compenser la rémunération de ses apporteurs de fonds sur toute cette période. En revanche, de l'exercice 2006 à 2009, l'indicateur de l'EVA est positif indiquant que le groupe a dégagé un surplus en capitaux au-delà de coût des ressources exigé par les actionnaires. La comparaison des résultats des indicateurs de mesure de valeur utilisés à savoir : l'indice de valeur avec l'indice de l'Economic Value Added (EVA) ne révèle aucune différence marquante. En effet, ces deux indicateurs révèlent que le groupe SAIDAL est destructeur de valeur avant la cotation (1998) et sept ans après (1999 – 2005) et créateur de valeur de l'exercice 2006 à 2009. Quant à la période

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

allant de 2010 à 2012, le groupe est destructeur de valeur puisque l'indice de l'EVA est négatif pour les trois années. L'adoption des normes IFRS à partir de l'année 2010 ne semble pas impacter la création de valeur intrinsèque.

L'étude de la création de valeur intrinsèque du groupe SAIDAL, par l'indicateur de mesure EVA et l'indice de valeur, révèle tantôt une création, tantôt une destruction de valeur intrinsèque. Ces résultats nous permettent de chercher à décomposer chacun des indicateurs de mesure utilisé en agissant sur le facteur, voire la variable commune à ces indicateurs. Il s'agit de la variable rendement des capitaux propres, décomposée en deux principaux ratios : le taux de marge d'exploitation et le ratio de rotation des capitaux propres. Le rendement des capitaux propres est en nette et perpétuelle progression de 2006 à 2009. En effet, les données chiffrées regroupées au tableau analysant le niveau de rendement des capitaux propres montrent que ce dernier progresse d'une façon continue entre 2006 et 2009 et d'une façon très volatile entre 1998 et 2005. Cette variation, tantôt à la hausse tantôt à la baisse, peut être expliquée par la variation du résultat d'exploitation avant impôt. Sur l'ensemble de la période allant de 2006 à 2009, l'augmentation des fonds propres (dénominateur) est globalement accompagnée d'une assez vigoureuse progression du résultat d'exploitation avant impôt (numérateur). Afin d'approfondir l'analyse de l'origine de la création de valeur intrinsèque, on est amené dans ce présent travail à étudier d'une façon très détaillée les composantes du ratio de rendement des capitaux propres. La décomposition de ce dernier apporte des précisions quant à l'origine de la variation et la volatilité constatées.

Le tableau analysant l'évolution du taux de marge d'exploitation du groupe SAIDAL révèle que ce groupe a pu réaliser une marge positive après couverture des charges liées à l'exploitation. En effet, de 1998 à 2009, le groupe a pu générer des revenus grâce à sa productivité et son activité commerciale. La marge la plus élevée est atteinte en 2009, soit un taux de 36,72%. Ce taux indique que 36,72% du chiffre d'affaires représentent le résultat d'exploitation avant impôt et le reste, soit 63,28% (100 – 36,72) du chiffre d'affaires couvrent toutes les charges liées à l'exploitation. C'est ce qui justifie l'importance des indicateurs de mesure de la valeur intrinsèque durant l'exercice 2009 (indice de valeur égal à 153,52% et EVA est plus de 125 milliards de dinars). Toutefois, le taux de marge d'exploitation a connu une diminution remarquable en 2010 par rapport à l'exercice 2009, due principalement à l'augmentation des charges d'exploitation, entraînant ainsi une réduction du résultat d'exploitation.

Pour augmenter la valeur créée de (– 48,554) millions à 125,22 milliards, SAIDAL a agi seulement sur la rentabilité des capitaux propres puisque le coût de ceux-ci demeure inchangé sur toute la période étudiée. En décomposant le ratio de rendement des capitaux, on constate que la progression de celui-ci, notamment de 2006 à 2009, est due principalement au taux de marge d'exploitation réalisé durant cette période. Etant le rapport entre le résultat d'exploitation avant impôt et le chiffre d'affaires, le taux de marge d'exploitation traduit l'accroissement de richesse du processus d'investissement et d'exploitation.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

La deuxième variable composant le ratio de rendement des capitaux propres est le ratio de rotation des capitaux propres. Ce dernier renseigne sur l'efficacité de la gestion des investissements et met en évidence, à travers les prix appliqués par SAIDAL, le niveau de rémunération des actifs. Il représente aussi l'intensité avec laquelle les capitaux propres sont mis en œuvre dans l'activité. Le premier constat est que ce ratio, pour toute la période allant de 1998 à 2009, est faible. La rentabilité que le groupe a pu réaliser durant quelques années résulte principalement de fortes marges nées de l'exploitation, mais d'un faible taux de rotation. Deuxième constat, le groupe SAIDAL apparaît, de ce point de vue, comme le groupe le plus performant et créateur de valeur de 2006 à 2009 et destructeur de valeur de la période allant de 1998 à 2005 et de celle allant de 2010 à 2012. En effet, le taux de marge réalisé est en progression continue de 2006 à 2009, d'où une variation de 16,88% en 2006 ; 17,60% en 2007 ; 21,33% en 2008 et 36,72% en 2009. Tandis que de 1998 à 2005 et de 2010 à 2012, cette marge ne cesse de connaître des variations tantôt à la hausse, tantôt à la baisse. Quant au ratio de rotation de l'actif, il est faible sur toute la période de l'étude; sa variation se situe entre 0,42 et 0,54. Remarquons qu'en 2009, le groupe SAIDAL a enregistré un taux de rendement sur capitaux propres le plus élevé, soit un taux de 29,17% et du fait un indice de valeur et une EVA les plus élevées de tous les exercices comptables, et ce grâce principalement au taux de marge d'exploitation. Le ratio de rotation de l'actif étant le plus faible pour l'exercice 2009, soit 0,42. Concernant les exercices comptables où le groupe SAIDAL apparaît destructeur de valeur, la baisse du rendement des capitaux propres (composante essentielle de l'indice de valeur et l'EVA) résulte donc à la fois d'une marge d'exploitation et d'un ratio de rotation faibles.

Dans la mesure où notre objectif est de faire apparaître l'impact de la structure financière sur le rendement des capitaux propres, on a décomposé le ratio de rotation des capitaux propres en deux ratios dont l'un rapporte l'actif total aux capitaux propres. Ce ratio varie entre 01,40 et 02,31 de 1998 à 2009 et de 1,97 à 2,39 entre 2010 et 2012. Dans l'ensemble, le groupe SAIDAL a augmenté son recours à l'endettement. En termes d'endettement, les années 2005 et 2010 apparaissent comme les exercices où le groupe avait procédé à un endettement accru. La structure financière a un impact déterminant sur la rentabilité financière du groupe SAIDAL. Au-delà de ces considérations strictement comptables, la stratégie de développement du groupe dans la nouvelle conjoncture et ère économique caractérisée par l'ouverture sur l'international et le statut d'entreprise publique sont autant de facteurs qui permettent d'expliquer le recours du groupe à l'endettement. De plus, tant que l'Etat est le principal actionnaire de SAIDAL, ce dernier bénéficie grâce à la qualité de la signature de l'Etat, d'un faible coût d'endettement.

L'effet de la gouvernance sur la création de valeur intrinsèque semble être positif quelques années après la cotation, soit sept ans après. En se référant aux tableaux étudiant l'évolution des indicateurs de mesure de la valeur intrinsèque (indice de valeur IV et EVA), nous constatons que le groupe SAIDAL n'a commencé à dégager des plus value, voire des rendements au-delà des ressources exigées (coût des capitaux propres) qu'à partir de l'année 2006.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Nous avons considéré dans le présent travail que la gouvernance influence positivement la création de valeur intrinsèque dans la mesure où l'équipe dirigeante opte pour des stratégies d'investissement et de financement les plus opportunes, et ce en augmentant les investissements en nombre et en taille. Dès lors, on est amené à analyser et discuter les résultats des tableaux traitants de l'évolution du niveau d'investissement avant et après la cotation, tout en les comparant aux indicateurs de mesure de valeur intrinsèque étudiés précédemment (IV et EVA).

2/ Investissement et création de valeur intrinsèque.

L'investissement est l'un des leviers cruciaux de la création de valeur aussi bien au niveau interne qu'externe. Il représente, de ce fait, une variable explicative de la création de valeur intrinsèque. Nous avons représenté cette variable par deux principaux ratios : le premier rapporte l'investissement total au chiffre d'affaires et le deuxième rapporte l'investissement total à l'actif total. Le ratio : investissement total/chiffre d'affaires renseigne sur l'intensité capitalistique des activités de l'entreprise. Naturellement, plus les activités de l'entreprise requièrent des investissements lourds, moins la rentabilité en capital est élevée, car ce type d'investissement nécessite une durée de réalisation longue dans le temps et des capitaux élevés dont le retour sur investissement (rendement des capitaux) est aussi long. D'après plusieurs auteurs, le ratio : investissement/chiffre d'affaires est négativement corrélé à la création de valeur dans l'immédiat car le rendement des capitaux est d'autant moins important que l'investissement est lourd.

Concernant le cas de SAIDAL et en se référant au tableau traitant de l'évolution du ratio : investissement total/chiffre d'affaires, nous constatons que ce ratio a atteint son maximum en 1998, soit un taux de 123,58%. Ce qui justifie la destruction importante de la valeur durant cet exercice. Par ailleurs, de 1999 à 2009, ce ratio avait connu une variation à la baisse expliquant de ce fait la tendance vers la baisse de l'intensité capitalistique tout au long de cette période. En dépit de cette baisse, le groupe SAIDAL n'a pu réaliser une plus value qu'à partir de 2006 où le taux d'investissement connaît une baisse continue jusqu'à 2008, soit de 63,89% en 2006 à 54,41% en 2008. Quant à l'année 2009, ce taux connaît une légère augmentation par rapport à 2008, soit un taux de 73,43%, mais cela n'avait pas empêché le groupe de continuer à créer de la valeur même en 2009. Il n'en est pas de même pour la période allant de 2010 à 2012, où le groupe est destructeur de valeur avec des taux d'intensité capitalistique variant entre 82,43 et 105, 61%.

Le ratio : investissement total/chiffre d'affaires renseignant sur l'intensité capitalistique mesure le montant des capitaux engagés dans l'investissement pour un chiffre d'affaires donné. Ainsi, durant les années 1998, 1999 et 2010, le groupe SAIDAL avait engagé plus de 100% de son chiffre d'affaires dans l'investissement et de 2001 à 2012, ce taux avait connu une légère baisse. Pour un chiffre d'affaires donné, plus le montant des capitaux engagés dans l'investissement lourd est élevé moins la rentabilité est immédiate. La diminution continue du ratio rapportant l'investissement total au chiffre d'affaires par rapport à ceux réalisés en 1998, 1999 et 2010, indique la volonté du groupe de réduire l'intensité capitalistique et de diminuer

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

le recours aux investissements lourds afin d'assurer une création de valeur à court terme ou dans l'immédiat.

L'évolution et la variation du ratio : investissement total/chiffre d'affaires sur toute la période de l'étude (de 1998 à 2012) permet de déterminer d'une part, la part prise par le nouveau système organisationnel (gouvernance), induit par la cotation, dans l'incitation à la création de valeur intrinsèque en augmentant la taille et le volume des investissements et, d'autre part, la part prise par l'investissement dans la création de valeur intrinsèque. Si aucune création de valeur n'est perceptible au niveau interne, en augmentant le volume des investissements durant la période allant de 1998 à 2005 et de 2010 à 2012, les résultats gagnent en signification de 2006 à 2009. Toutefois, ces derniers ne peuvent pas valider à eux seuls la deuxième hypothèse. Les différences de variations entre ces périodes deviennent alors manifestes. Suite à la limite indiquée dans la présente interprétation des résultats quant à l'intensité capitalistique et la création de valeur intrinsèque dans l'immédiat, l'hypothèse deux de notre travail portant sur l'impact positif de l'investissement sur la création de valeur est rejetée. En révélant une variation tantôt à la hausse, tantôt à la baisse de l'intensité capitalistique, les conclusions précédemment avancées iraient dans le même sens que celles produites par certaines études, tout en entrant en contradiction avec d'autres. Toutefois, nous n'avons pas limité la politique d'investissement au seul ratio de l'intensité capitalistique. En effet, nous avons aussi considéré le ratio : investissement total/actif total. Ce dernier renseigne sur la proportion de l'investissement dans l'actif de l'entreprise. En calculant ce ratio pour le groupe SAIDAL, nous avons constaté qu'il n'a pas cessé de diminuer durant toute la période de l'étude. Il avait atteint son maximum en 1998, soit un taux de 55,65% et son minimum en 2008 avec un taux de 29,24%.

Les résultats du tableau traitant de l'évolution du niveau des investissements, avant et après la cotation, sont en nette contradiction avec la deuxième hypothèse de notre travail qui stipule que l'augmentation des investissements en nombre est à l'origine de création de valeur. Or, d'après le tableau n°12, l'augmentation du taux d'investissement n'avait pas engendré une création de valeur. En effet, au taux d'investissement de 55,65% atteint en 1998 correspond une EVA négative de 48 554 073 385,6 DA et un indice de valeur de 64,31 %, largement inférieur à 100%. A partir de 1998, ce taux est en perpétuelle régression car il varie entre 29,24% et 47,87%. En se référant à la période allant de 2006 à 2009 où le groupe SAIDAL est jugé créateur de valeur au niveau interne (suivant l'EVA et IV), on constate que les taux d'investissement avaient atteint leur niveau le plus bas, soit respectivement 32,51% ; 29,66% ; 29,24% et 31,36% en 2006, 2007, 2008 et 2009. Tandis que les indicateurs de mesure de valeur durant ces années ont atteint leur niveau le plus élevé, notamment en 2009 où l'EVA était de 125 220 296 417,00 DA et l'indice de valeur (IV) était largement supérieur à 100% soit 153,52%. Dès lors, nous constatons que la création de valeur intrinsèque, réalisée durant la période allant de 2006 à 2009, ne trouve pas son origine dans la variation du taux voire du niveau d'investissement. Concernant le cas du groupe SAIDAL, la relation : taux d'investissement – création de valeur intrinsèque ne semble pas être décelable.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Les ratios : investissements /actif total et investissement/chiffre d'affaires ne semblent pas impacter la création de valeur intrinsèque. En comparant ces deux ratios représentant les variables explicatives de la décision d'investissement aux indicateurs de mesure EVA et IV, nous déduisons que le groupe SAIDAL mise beaucoup plus sur le volume des investissements, voire l'intensité capitalistique que sur leur nombre ou leur proportion dans le total actif. De ce fait, les postulats posés par la théorie, s'agissant de l'impact positif de la proportion d'investissement dans l'actif sur la valeur, semblent invalidés par le cas du groupe SAIDAL.

Compte tenu de ces résultats, l'hypothèse stipulant qu'une bonne gouvernance incite les dirigeants à accroître le nombre des investissements, voire leur proportion dans l'actif de l'entreprise, est rejetée pour le cas de SAIDAL. En revanche, l'hypothèse stipulant l'augmentation du volume des investissements, en s'engageant dans des projets de grande ampleur n'est pas rejetée et semble validée par le cas du groupe SAIDAL. Quant à l'hypothèse selon laquelle la décision d'investissement impacte positivement la création de valeur intrinsèque, elle est rejetée par le cas de Saidal.

3/ Politique de financement et création de valeur intrinsèque

Rappelons que tout recours à l'investissement nécessite au préalable la définition d'une politique de financement opportune, allant de pair avec l'objectif de création de valeur. L'admission à la cote, entraînant le changement du système de gouvernance devrait entraîner une augmentation de l'endettement. En effet, le recours accru à l'endettement constitue un moyen de création de valeur aussi bien au niveau interne qu'externe et ce en réduisant les conflits d'agence entre les actionnaires et les dirigeants.

Dans la présente recherche, nous avons considéré une relation positive entre le niveau de l'endettement et la création de valeur. L'endettement désigné par le taux de la dette représente la deuxième variable explicative de la création de valeur intrinsèque. Son impact sur la valeur est déduit en comparant l'évolution du taux de la dette sur toute la période de l'étude (avant et après la cotation) aux indicateurs de mesure utilisés : EVA et IV.

L'observation du comportement du groupe SAIDAL en matière d'endettement ne révèle pas une relation claire entre le niveau de l'endettement et la création de valeur intrinsèque. Le niveau du montant des dettes totales rapporté à celui de l'actif total (le tout exprimé en valeur comptable) évolue de manière significativement différente entre la période précédant et suivant la cotation. En effet, avant la cotation, exactement en 1998, le taux de la dette n'avait même pas atteint 30%, il était de 28,88% ; l'année de la cotation, ce taux passe à 31,63% et n'a pas cessé de s'accroître à partir de cette année (1999). Ceci indique que sur toute la période suivant l'année de la cotation, c'est-à-dire de 1999 à 2012, le groupe SAIDAL n'a pas cessé d'augmenter son recours à l'endettement. Lequel incite les dirigeants à plus de rigueur et d'intégrité dans la gestion de l'entreprise.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

En se référant au tableau traitant de l'évolution du taux d'endettement, nous constatons que l'augmentation de ce taux sur toute la période suivant la cotation s'explique d'une part, par l'accroissement sans cesse des dettes totales qui passent de 3 300 904 391,00 de dinars en 1999 à 10 601 555 286,00 de dinars en 2009 et à 15 274 639 482,20 de dinars en 2012, et d'autre part, par une progression dans le même sens de l'actif total qui passe de 10 070 232 429,00 de dinars en 1999 à 22 914 268 798,00 de dinars en 2009 et à 30 021 145 494,54 de dinars en 2012. L'évolution du taux de la dette de 2006 à 2009, période durant laquelle le groupe SAIDAL est jugé créateur de valeur, ne révèle aucune différence marquante par rapport aux exercices où le groupe est destructeur de valeur. En effet, de 2001 à 2005 et de 2010 à 2012, le taux de la dette a connu une augmentation continue dont la variation se situe entre 42,86% et 58,28%. En revanche, ce taux a respectivement atteint 55,59% ; 54,00% ; 54,87% et 46,26% en 2006, 2007, 2008 et 2009.

Compte tenu de ces résultats, nous constatons que l'impact positif de l'endettement sur la création de valeur intrinsèque n'est pas facile à déceler, étant donné que l'augmentation du taux de la dette concerne à la fois la période durant laquelle le groupe est destructeur de valeur et celle durant laquelle il est créateur de valeur.

A l'appui de cette analyse, nous déduisons que de la période allant de 2006 à 2009, l'impact de tout recours à l'endettement est positif et de 2001 à 2005 puis de 2010 à 2012, le recours à l'endettement n'a permis en aucun cas une création de valeur. Dès lors, aucune conclusion définitive ne semble pouvoir être dégagée sur l'existence d'une relation positive entre l'endettement et la création de valeur intrinsèque pour le cas de SAIDAL car, selon les années, alternativement, la tendance est tantôt à la diminution voire à la destruction de valeur (de 2001 à 2005 et de 2010 à 2012), tantôt à l'augmentation des indicateurs de mesure de valeur intrinsèque à savoir : EVA et IV (de 2006 à 2009), sans qu'il soit permis de mettre en évidence quelque régularité que ce soit. Les résultats sont ainsi loin d'être clairs que ceux avancés par les pionniers de la théorie de l'agence J. et Mekling, concernant l'impact de l'endettement sur la valeur intrinsèque.

Tenant compte de ces résultats, les hypothèses selon lesquelles, les décisions d'investissement et de financement influencent positivement la création de valeur intrinsèque sont rejetées. En effet, le groupe SAIDAL n'a réussi la création de valeur que sept ans après son admission à la cote, soit de la période allant de 2006 à 2009. En revanche, l'étude empirique concernant les périodes allant de 1998 à 2005 puis de 2010 à 2012, ne met en évidence aucun impact positif que ce soit de la gouvernance, de la politique d'investissement ou de financement sur la création de valeur intrinsèque, quel que soit l'indicateur de mesure retenu : EVA et IV.

Au terme de cette étude empirique, concernant le cas de SAIDAL, l'observation de la réalité managériale de la gouvernance influençant les leviers créateurs de valeur à savoir : les décisions d'investissements et de financement ne confirme que partiellement les postulats théoriques avancés par la théorie de l'agence. En effet, les résultats révèlent une différence significativement marquante dans le temps. Si on juge

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

que les décisions d'investissements et de financement sont influencées positivement par le nouveau système de gouvernance, induit par la cotation, durant la période allant de 2006 à 2009; les résultats des périodes allant de 1998 à 2005 et de 2010 à 2012 ne semblent pas confirmer ce constat, rejetant ainsi la deuxième et la troisième hypothèse de notre travail.

De manière plus générale, nous pouvons supposer que l'instauration de nouveaux mécanismes de gouvernance entraînerait une double réaction des dirigeants, dont la première réside dans une gestion allant de pair avec la création de valeur et la deuxième réside dans la mise en place des leviers considérés comme l'assise de création de valeur en réalisant de nouveaux investissements avec une politique de financement idoine. Or, selon le cas de Saidal, ce constat ne semble pas être décelable.

Après avoir étudié et analysé le cas de SAIDAL, nous procéderons dans ce qui suit à l'analyse et la discussion des résultats du cas de l'entreprise de gestion hôtelière AURASSI.

4/ Gouvernance et création de valeur intrinsèque : cas de l'entreprise de gestion hôtelière « Aurassi »

L'impact de la gouvernance sur la création de valeur intrinsèque se mesure en comparant les indicateurs de mesure de celle-ci avant et après la cotation, étant donné que cette dernière entraîne le changement de la structure organisationnelle et de mode de gouvernance.

Concernant le cas de l'entreprise de gestion hôtelière « AURASSI », l'étude empirique révèle un impact positif du nouveau mécanisme de gouvernance, induit par la cotation, sur la valeur intrinsèque quel que soit l'indicateur de mesure utilisé (que ce soit l'indice de valeur ou l'Economic Value Added). En effet, sur les quatorze années de notre étude, l'E.G.H-AURASSI a pu rapporter une plus value qui est en perpétuelle croissance sur douze années (de 1999 à 2009 et pour 2012). Quant aux années 2010 et 2011, durant lesquelles le groupe est destructeur de valeur, les indices de mesure retenus sont négatifs.

L'AURASSI génère de façon croissante de la richesse car l'entreprise connaît presque sur toute la période de l'étude des indices de valeurs positifs et des EVA positives. Les premiers varient entre 146,57%, un taux atteint avant la cotation, et 426,87% représentant le taux maximum atteint après la cotation, plus exactement en 2006. Les seconds (EVA) ont atteint des niveaux de croissance considérables. Leur montant varie entre 5 782 386 498,46 DA en 1999, l'année précédant la cotation et 59 438 130 343,60 DA après la cotation. Ces montants traduisent non seulement une création de richesse mais aussi une large compensation des coûts des capitaux propres qui sont de 06,14% sur toute la période de l'étude. La variable commune à l'indice de valeur (IV) et l'EVA est le rendement des capitaux propres. Jusqu'à l'année 2006, cette variable est en perpétuelle progression. Elle passe de 09,00% en 1999 à 26,21% en 2006. A partir de 2007, le rendement des capitaux propres est toujours positif,

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

malgré sa régression en 2009 par rapport aux autres exercices. Il passe de 17,16% en 2007 à 12,20% en 2009.

Cette baisse s'explique d'une part par la variation à la hausse du résultat d'exploitation avant impôt sur toute la durée de l'étude et, d'autre part, par la progression dans le même sens des capitaux propres. La forte progression du taux de rendement des capitaux propres sur douze années a permis à l'AURASSI de couvrir largement le coût de ces capitaux (06,14%), représentant l'exigence des apporteurs de capitaux en matière de rentabilité. Cependant, après l'adoption des normes IFRS en 2010, nous constatons à travers la présente étude qu'il n'y a pas eu de retour sur capitaux propres investis en 2011 et que le rendement des capitaux propres n'a pas dépassé 4,13% en 2010 et 17,94% en 2012. L'absence de rendement sur capitaux propres en 2011 trouve son origine dans l'importance des charges consécutives aux travaux de rénovation de l'Aurassi, entraînant de ce fait une perte de 703 561 714,00 de dinars durant le même exercice.

C'est en comparant chaque rendement réalisé au coût des ressources que l'on considère si l'entreprise est créatrice ou destructrice de valeur. Ceci étant, tous les taux de rendement des capitaux propres sont supérieurs au coût de ces capitaux, voire à 06,14%. C'est ainsi que l'on considère que l'AURASSI est créateur de valeur intrinsèque avant et après la cotation.

Ainsi, en se référant aux tableaux traitant respectivement de l'évolution de l'indice de valeur et de l'EVA, nous constatons que les résultats ne révèlent aucune différence marquante quant à la création de valeur.

Elle est en perpétuelle évolution sur presque toute la période de l'étude qu'elle soit indiquée par l'IV ou l'EVA. Etant donné que le coût des capitaux propres est de 06,14% pour toutes les années, l'origine de la création de valeur intrinsèque que ce soit par l'indice de valeur (IV) ou l'EVA réside dans la décomposition de la variable commune à ces indicateurs à savoir le rendement des capitaux propres. Ce dernier se décompose en trois principaux ratios : ratio de taux de marge d'exploitation, ratio de rotation des actifs et ratio de structure financière.

En se référant au tableau traitant de l'évolution du niveau de taux de marge d'exploitation avant et après la cotation, l'AURASSI réalise une forte marge. Jusqu'à l'exercice 2006, cette marge est en croissance continue et perpétuelle. Elle n'était que de 23,85% avant la cotation (en 1999) mais elle progresse de façon continue jusqu'à ce qu'elle atteigne 45,85% en 2006. Ceci indique que l'AURASSI réalise des surplus après avoir couvert toutes les charges liées à l'exploitation. Ainsi, en 2006; 45,84% représentent le solde positif, voire le résultat réalisé après couverture des frais de gestion et le reste du chiffre d'affaires à savoir ($100\% - 45,84\% = 55,16\%$) est absorbé par l'exploitation.

Quant à la période allant de 2007 à 2009, la marge issue de l'exploitation est toujours forte mais pas aussi forte que les marges réalisées durant les années précédant cette période. Elle est respectivement de 31,91% ; 35,91% et de 30,23% en 2007, 2008

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

et 2009. La croissance de cette marge s'explique principalement par le résultat d'exploitation avant impôt qui a connu une progression continue sur plusieurs années de l'étude. En effet, il n'était que de 182 096 968,00 DA en 1999 et il a progressé jusqu'à atteindre un montant de 776 432 145,37 DA en 2006, représentant le montant le plus élevé atteint sur toute la période de l'étude. De plus, l'AURASSI connaît sur onze années d'étude des chiffres d'affaires en croissance continue dont leur variation est à la hausse, allant de 763 304 360,00 DA avant la cotation à 1 958 651 078,00 DA en 2008. Ceci ne traduit que le rendement et la bonne activité de l'AURASSI aussi bien au niveau de ses investissements que de son exploitation. De plus, l'évolution du taux de marge d'exploitation justifie la richesse créée, voire l'importance des indicateurs de mesure de la valeur intrinsèque. Exceptionnellement pour l'année 2011, ce taux est négatif de 656,95%, expliquant ainsi la perte de valeur réalisée.

La deuxième variable composant le ratio de rendement des capitaux propres est le ratio de rotation des capitaux propres. Lequel représente l'intensité avec laquelle les capitaux propres sont mis en œuvre dans l'activité. Les premières analyses traitant de l'évolution du niveau de ce ratio révèlent que pour un dinar investi, l'AURASSI dégage un chiffre d'affaires qui varie entre 0,18 dinars avant la cotation (1999) et 0,29 dinars représentant le seuil le plus élevé atteint après la cotation.

Sur presque toute la période de l'étude, ce ratio connaît une variation à la hausse indiquant que les actifs et les investissements engagés par l'entreprise font relativement augmenter le chiffre d'affaires. En effet, le chiffre d'affaires de l'AURASSI est d'autant plus élevé que l'entreprise engage des montants élevés dans l'investissement. Toutefois, étant le rapport entre le chiffre d'affaires et l'actif total, le premier ratio composant celui de rotation des capitaux propres indique que les investissements engagés apportent peu en matière de chiffre d'affaires car le montant le plus élevé ne dépasse pas 0,29 DA de chiffre d'affaires pour un dinar investi. Durant l'année 2011, ce ratio est nul. La forte rentabilité dégagée par l'AURASSI sur toute la période de l'étude résulte principalement de fortes marges et de leur progression continue mais d'un faible taux de rotation. Le taux de rendement des capitaux propres le plus élevé est atteint en 2006, soit un taux de 26,21% et par conséquent, l'indice de valeur le plus élevé est réalisé durant cet exercice avec un taux de 426,87%. Il en est de même pour l'EVA où l'AURASSI réalise une plus value de plus de 59 milliards de dinars, et ce grâce à la forte marge issue de l'exploitation réalisée durant le même exercice et qui est la plus élevée de tous les exercices comptables.

Le deuxième ratio composant celui de rotation des capitaux propres est le ratio rapportant l'actif total aux capitaux propres. Lequel renseignant principalement sur l'impact de la structure financière sur le rendement des capitaux propres.

Ce ratio varie de 01,64 à 02,09 de 1999 à 2009. Il indique le recours de l'EGH AURASSI à l'endettement pour financer ses projets. En effet, de l'année précédant la cotation (1999) à l'exercice 2005, l'AURASSI compte à 50% sur l'endettement. Ses capitaux propres sur cette période représentent la moitié du montant de l'actif total. Quant à la période allant de 2006 à 2009, l'AURASSI a réduit son recours au financement par dettes. Le rapport actif total/ capitaux propres est respectivement égal

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

à 01,93 ; 01,87 ; 01,77 et 01,64 en 2006, 2007, 2008 et 2009, indiquant de ce fait que les dettes ne représentent même pas la moitié de l'actif total. En se référant au tableau traitant de l'évolution de ce ratio, nous constatons que l'AURASSI avait augmenté son recours à l'endettement quelques années après sa cotation, soit cinq années d'endettement fort représentant plus de la moitié de l'actif total. Seuls, trois années d'endettement faibles (inférieur à 50%) caractérisent la période allant de 1999 à 2009. A l'appui de l'analyse des tableaux précédents, nous constatons que l'impact de la structure financière, qu'elle soit majoritairement composée de dettes ou de fonds propres, est positif étant donné que tous les indicateurs de mesure utilisés sont positifs (pour l'EVA) et supérieurs à 100% (pour l'IV) sur douze années d'étude. En revanche, durant la période allant de 2010 à 2012, nous constatons d'une part un recours accru à l'endettement puisque le rapport actif total/capitaux propres varie entre 2,18 et 3,34; et d'autre part une destruction de valeur en 2010 et 2011. Ceci est consécutif principalement aux travaux de restauration engagés par l'Aurassi en 2011.

L'étude de l'évolution du niveau des indicateurs de mesure de la création de valeur intrinsèque (EVA et IV) avant et après la cotation, révèle que l'AURASSI a réussi la création de valeur, en réalisant douze années d'EVA positives et d'indice de valeur (IV) supérieur à 100%. Par conséquent, cette étude met en évidence l'impact positif de la gouvernance et des nouveaux mécanismes de gestion (incitation et contrôle), mis en place suite à la cotation, sur la création de valeur intrinsèque.

A l'appui de cette étude empirique concernant le cas de l'AURASSI, l'observation de la réalité managériale de la gouvernance confirme les postulats théoriques avancés par la théorie de l'agence. Et par voie de conséquence, la première hypothèse de notre recherche, stipulant que la gouvernance influence positivement la création de valeur intrinsèque en agissant sur ses principaux leviers, entre autre d'investissement et de financement, n'est pas rejetée.

Ceci étant, la nouvelle structure organisationnelle mise en place suite à la cotation, incite les dirigeants à agir sur les leviers cruciaux de création de valeur pour satisfaire au mieux les apporteurs de fonds notamment les actionnaires. Un de ces leviers : l'investissement. Quel est donc son apport à la création de valeur intrinsèque au sein de l'E.G.H- AURASSI ?

5/ Décision d'investissement et création de valeur intrinsèque : Cas de l'AURASSI

Nous avons considéré dans la présente recherche que la décision d'investissement prise dans un bon cadre de gouvernance pour créer de la valeur, est associée à une augmentation des investissements en nombre et en taille. Les variables explicatives et représentatives de la décision d'investissement sont les rapports : investissement total/chiffre d'affaires et investissement total/actif total.

Le premier ratio renseigne principalement sur le montant des capitaux engagés pour un chiffre d'affaires donné. Ainsi, concernant le cas de l'AURASSI, le tableau traitant de l'évolution de ce ratio révèle que l'AURASSI en 1999, année précédant la

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

cotation, avait engagé 416,59 DA pour seulement un dinar de chiffre d'affaires. Après la cotation, ce ratio avait connu une baisse graduelle indiquant, de ce fait, la baisse relative de l'intensité capitalistique. Ce ratio dépasse les 100% sur les quatorze années d'étude. Plus il est élevé, plus l'entreprise engage des montants élevés dans des investissements lourds. Ceci reflète la volonté des dirigeants d'investir à long terme pour assurer la pérennité de l'entreprise. Tenant compte de la corrélation entre l'intensité capitalistique et la création de valeur intrinsèque dans l'immédiat, et en comparant les taux de l'intensité capitalistique aux indicateurs de mesure de la valeur à savoir EVA et IV, nous constatons que l'EVA et IV sont d'autant moins importants que les taux d'intensité capitalistique sont élevés. En effet, en 1999, le montant des capitaux engagés dans l'investissement représente 416,59% du chiffre d'affaires et l'indice de valeur ainsi que l'EVA de cet exercice sont les plus faibles de tous les exercices comptables, tandis que le taux de 416,59% est le plus élevé de la période allant de 1999 à 2009. Partant, de l'année 2000 jusqu'à 2009, le taux d'intensité capitalistique n'a pas cessé de diminuer et les indices de valeur (IV et EVA) n'ont pas cessé de progresser. Ce qui n'est pas le cas pour les années 2010, 2011 et 2012. En effet, en 2011, le taux d'intensité capitalistique a atteint son niveau le plus élevé à savoir : 8 336, 71. Et en 2010 et 2012, les taux d'intensité capitalistiques sont respectivement de 494, 72 et 684, 94. Les opérations de rénovation et de restauration ont fait augmenter la part des capitaux consacrés aux investissements, entraînant ainsi une destruction de valeur pour les années 2010 et 2011. Quant à la création de valeur réalisée en 2012, elle ne peut être associée qu'au taux de marge réalisé (45, 74%) grâce au résultat ordinaire avant impôt, entraînant ainsi le rendement sur capitaux propres à la hausse.

La variation à la baisse des taux d'intensité capitalistique entraîne une variation à la hausse des indicateurs de mesure de la valeur (IV et EVA). Ceci confirme le postulat théorique selon lequel la création de valeur intrinsèque dans l'immédiat est négativement corrélée à l'intensité capitalistique. Toutefois, l'augmentation de cette dernière explique bien la volonté de créer de la valeur à long terme. De plus, la régression continue du taux d'intensité capitalistique de 1999 à 2009, renseigne sur la volonté de créer de la valeur à court terme en diminuant la taille des investissements ou le recours aux investissements lourds. Il n'en est pas de même pour la période allant de 2010 à 2012.

De ce qui précède et en s'appuyant sur les résultats du rapport : investissement/chiffre d'affaires, nous constatons que la création de valeur au niveau interne est perceptible sur presque toute la période de l'étude (excepté 2010 et 2011), mais ne trouve pas son origine dans l'augmentation de l'investissement en volume.

La deuxième variable représentative de la décision d'investissement est le rapport : investissement total/actif total renseignant sur la proportion des investissements dans le patrimoine de l'entreprise. Ainsi, en se référant aux résultats du tableau traitant de l'évolution du niveau de ce ratio, nous remarquons que l'E.G.H-AURASSI dispose d'un actif dont plus de 65% représentent les investissements sur la période allant de 1999 à 2002. Durant onze années, le niveau des investissements est en régression continue car il passe d'un taux atteignant 75,90% en 1999 à 34,15% en

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

2009. Cette variation à la baisse du niveau des investissements indique que l'admission à la cote ne met pas en évidence l'incitation des dirigeants à plus d'investissement comme on l'a avancé dans le présent travail. De plus, ceci indique que l'E.G.H-AURASSI a misé sur l'augmentation des investissements en volume et non pas en nombre, et ce à partir de 2005 jusqu'à 2009 où les taux d'investissement n'ont même pas atteint 50% du total actif, soit respectivement 47,29% ; 43,55% ; 38,14% ; 34,97% et 34,15% en 2005, 2006, 2007, 2008 et 2009. Contrairement à ces constations, le taux d'investissement n'a pas cessé d'augmenter de 2010 à 2012 pour atteindre plus de 89% en 2012.

Concernant le cas de l'AURASSI, si l'admission à la cote impliquant une mise en place d'un nouveau système de gouvernance a incité les dirigeants à investir davantage durant la période allant de 2000 à 2004, elle ne semble pas impacter la décision d'investissement durant la période allant de 2005 à 2009, puisque les taux d'investissement n'ont même pas atteint 50% du total actif. Par ailleurs, la création de valeur intrinsèque est perceptible sur douze années et a atteint son niveau le plus élevé de 2005 à 2008, période durant laquelle le niveau des investissements dans le total actif est le plus bas de tous les exercices comptables. De plus, durant les années où l'Aurassi a détruit de la valeur (2010 et 2011), les taux d'investissement sont les plus élevés atteignant plus de 80%. L'augmentation de l'investissement en nombre ne semble pas être à l'origine de la création de valeur intrinsèque perçue sur douze ans. Dès lors, nous déduisons que le nouveau système de gouvernance incitant les dirigeants à plus de création de valeur, en agissant sur l'investissement, ne confirme que partiellement les postulats théoriques avancés par la théorie de l'agence, puisque l'évolution du niveau des investissements dans le total actif révèle une différence significativement marquante entre les périodes allant de 1999 à 2004, de 2005 à 2009 et de 2010 à 2012.

Bien que l'AURASSI soit créateur de valeur en réalisant douze années d'EVA positive et d'indice de valeur supérieur à 100%, nous considérons dans la présente recherche que la valeur créée ne trouve pas son origine dans l'augmentation des investissements, ni en nombre, ni en taille. Ainsi, est rejetée la deuxième hypothèse.

6/ Décision de financement et création de valeur intrinsèque : cas de l'Aurassi

Les taux d'endettement global ont connu une variation à la hausse et à la baisse sur les quatorze années d'étude. Le tableau présentant l'évolution du taux d'endettement global révèle une différence significativement marquante entre la période allant de 1999 à 2005 et celle allant de 2006 à 2009. La première période révèle que la structure financière de l'E.G.H-AURASSI est composée pour la moitié de dettes et pour l'autre de fonds propres. La deuxième période révèle que l'AURASSI a diminué son recours à l'endettement, notamment en 2009 où le taux d'endettement global était que de 39,33% et le taux des fonds propres dans le total ressources dépasse les 50%.

En termes de capacité de financement, l'AURASSI présente seulement quatre ans d'autonomie financière car en 2006, 2007, 2008 et 2009 le taux d'endettement

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

global ne dépassait pas 50% et avait atteint respectivement 48,42% ; 46,73% ; 43,51% et 39,33%.

En dépit de la variation, tantôt à la hausse, tantôt à la baisse du taux de l'endettement global sur toute la période de l'étude, l'AURASSI s'avère créateur de valeur sur cette période. Que le recours à l'endettement soit accru ou faible, l'AURASSI demeure créateur de valeur, en assurant douze années d'EVA positives et d'indice de valeur supérieurs à 100%. Dès lors, aucune conclusion définitive ne semble pouvoir être dégagée quant à l'impact de l'endettement sur la création de valeur intrinsèque pour le cas de l'AURASSI, car selon les années, alternativement, la tendance est tantôt à l'augmentation du taux de la dette (1999 à 2005 et 2010 à 2012), tantôt à sa baisse (2006 à 2009), sans qu'il soit permis de mettre en évidence quelque régularité que ce soit. Les résultats sont ainsi loin d'être clairs que ceux avancés par la théorie, en ce qui concerne l'existence de relation positive entre le niveau d'endettement et la création de valeur intrinsèque.

Tenant compte de l'hypothèse selon laquelle la gouvernance, suite à la cotation, entraîne le recours accru à l'endettement, nous constatons que les résultats obtenus sur le cas de l'AURASSI jusqu'ici ne confirment que partiellement cette hypothèse. L'augmentation du taux de la dette est constatée pendant neuf ans après la cotation, voire des années 2000 à 2005 et 2010 à 2012. En revanche, de l'année 2006 à 2009, la variation à la baisse de ce taux ne valide pas cette hypothèse.

L'observation du comportement de l'entreprise de gestion hôtelière AURASSI en matière d'endettement révèle un effet paradoxal, d'une part, du système de gouvernance sur la décision de financement, et d'autre part, de la décision de financement sur la création de valeur intrinsèque. Concernant l'hypothèse portant sur l'impact positif de la gouvernance sur la décision de financement, en augmentant le recours à l'endettement, elle n'est validée que partiellement suivant l'évolution du taux de l'endettement global avant et après la cotation. Laquelle révèle une variation à la hausse de l'année de la cotation 2000 jusqu'à 2005, et une variation à la baisse de 2006 à 2009. En ce qui concerne l'impact de la décision de financement voire de l'endettement sur la création de valeur intrinsèque, la valeur des indicateurs de mesure à savoir l'EVA et l'IV n'évolue pas de manière significativement différente entre les périodes de progression et de régression du taux de l'endettement.

Durant les années 2006 et 2007, le taux de la dette a connu une baisse mais qui reste pour le moins erratique. En revanche, en 2008 et 2009, ce taux a connu une forte baisse par rapport aux autres années d'étude. Toutefois, l'AURASSI demeure créateur de valeur pour les deux périodes durant lesquelles l'endettement global vari tantôt à la hausse, tantôt à la baisse. Certes, cette variation semble devoir être mise en relation avec l'augmentation continue de l'actif total, voire des ressources sur toute la période d'étude, auquel cas la diminution du taux d'endettement global de 2006 à 2009 ne trouve pas son origine dans la baisse du montant des dettes totales mais dans la progression de l'actif total ou des ressources totales. En effet, le tableau traitant de l'évolution du taux d'endettement global révèle que le montant des dettes totales de l'AURASSI évolue progressivement de 1999 à 2009, soit une progression qui passe de

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

2 167 509 701,00 DA en 1999 à 2 735 860 317,17 DA en 2009. En revanche, à partir de l'année 2010, le montant des dettes totales augmente de façon continue jusqu'à atteindre 7 620 427 733,29 DA en 2011 avec une légère diminution en 2012.

A l'appui de cette analyse et tenant compte de la baisse du taux de la dette qui peut s'expliquer davantage par la progression des ressources ou de l'actif total de 2006 à 2009 par rapport aux autres exercices comptables, que par la diminution du recours à l'emprunt (le montant est en progression) ; l'hypothèse selon laquelle une bonne gouvernance, suite à la cotation, incite à recourir à plus de dettes n'est pas rejetée. Quant à l'hypothèse selon laquelle l'endettement est source de création de valeur intrinsèque, elle est rejetée par le cas de l'AURASSI.

Au terme de cette étude empirique concernant le cas de l'AURASSI, le nouveau système de gouvernance influence positivement la création de valeur intrinsèque étant donné que l'AURASSI a pu réaliser des EVA et IV positifs et qui sont en perpétuelle croissance. Toutefois, les investissements réalisés et l'endettement n'ont pas contribué efficacement à la création de valeur, infirmant ainsi les hypothèses selon lesquelles les décisions d'investissement et de financement influencent positivement la création de valeur intrinsèque. Ce constat est en contradiction avec les postulats théoriques stipulant que les décisions d'investissement et de financement prises dans un bon cadre de gouvernance sont l'assise de la création de valeur intrinsèque. En revanche, le recours accru à l'endettement, en termes monétaire, a confirmé l'hypothèse selon laquelle la gouvernance après la cotation incite les dirigeants à gérer dans une optique de création de valeur intrinsèque, en augmentant le recours à l'emprunt.

Avant de conclure ce chapitre, nous résumons les résultats obtenus sur les cas étudiés à savoir SAIDAL et AURASSI dans le tableau qui suit :

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

Tableau n°23 : « Récapitulatif sur la valeur interne »

Entreprise – groupe cotés	Indicateurs de mesure et valeur interne		
	Rentabilité financière ou rendement des capitaux propres	Indice de Valeur (IV)	Economic Value Added (EVA)
G. SAIDAL	De l'année avant la cotation à l'année 2012, le rendement des capitaux propres est en perpétuelle évolution. Cependant, la création de richesse nécessite la comparaison de ce rendement au coût des capitaux propres.	En comparant le rendement des capitaux propres à leur coût, SAIDAL enrichi ses actionnaires en générant de façon croissante de la richesse, durant la période allant de 2006 à 2009. En revanche, le groupe est destructeur de valeur de 1998 à 2005 (exceptée l'année 2004) et de 2010 à 2012.	En valeur monétaire, l'activité du groupe génère de la richesse. Elle fait gagner plusieurs milliards de dinars à ses actionnaires, en réalisant cinq années d'EVA positives (en 2004, 2006, 2007, 2008 et 2009). En 2009, le groupe a pu dégager une plus value représentant dix fois le montant des capitaux propres, soit 125,25 milliards de dinars. Sur les quinze années d'étude, le groupe a connu dix années d'EVA négatives. Cela se traduit par 36 milliards de perte en valeur monétaire en moyenne par an pour l'ensemble des actionnaires, alors qu'ils espéraient recevoir et gagner 19% sur capitaux propres investis.
E.G.H AURASSI	Sur les quatorze années d'étude, l'AURASSI a réalisé douze années de rendements sur capitaux propres élevés. Leur taux varie entre 09% (avant la cotation) et 25% (après la cotation). Cette variation à la hausse explique bien la capacité de l'AURASSI à rémunérer ses actionnaires puisqu'ils espéraient recevoir un taux de rendement ne dépassant pas 06,14%	Il y a une forte progression de l'indice de valeur, indiquant l'aptitude de l'AURASSI à couvrir largement et sans aucune difficulté le coût des capitaux propres. L'AURASSI génère de façon croissante de la richesse, vu la progression continue de l'indice de valeur.	Plus de 59 milliards de dinars, tel est le montant de la richesse générée par l'activité de l'AURASSI à l'ensemble de ses actionnaires. Cette entreprise a pu réaliser une plus value représentant vingt fois le montant des capitaux propres investis en 2006. Sur les quatorze années d'étude, l'AURASSI a réalisé douze années d'EVA positives. Ainsi, les actionnaires s'enrichissent presque de 30,45 milliards de dinars en moyenne.

Sources : nos regroupements d'après les résultats obtenus.

Chapitre I: L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement sur la valeur intrinsèque

En termes de pourcentage, SAIDAL et l'AURASSI créent de la richesse en réalisant respectivement cinq et douze années d'indice de valeur supérieur à 100%, et en valeur monétaire en réalisant cinq et douze années d'EVA positive. Les indicateurs de mesure de la création de valeur intrinsèque que ce soit : IV ou EVA conduisent aux mêmes résultats et conclusions. Les actionnaires de l'AURASSI sont ceux qui, sur toute la période de l'étude et de notre analyse, percevront de la richesse. Ceux de SAIDAL profiteront que de cinq années de création de richesse.

Etant donné que les deux cas de notre étude présentent des entreprises cotées, la création de valeur intrinsèque ne suffit pas pour porter un jugement sur leurs situations financières car une évaluation par le marché financier s'impose. Ce dernier s'appuie sur les performances générées en interne, voire sur la valeur intrinsèque. Dès lors, toute entreprise cotée dispose de deux valeurs, l'une interne liée à la qualité de sa politique de management et de sa gestion, et l'autre externe liée à l'appréciation et la perception des utilisateurs du marché, voire des actionnaires.

Conclusion du chapitre

Selon nos hypothèses de recherche, la gouvernance, les décisions d'investissement et de financement compteraient parmi les leviers stratégiques de la création de valeur intrinsèque. Or, les indicateurs de mesure appliqués aux cas de SAIDAL et l'AURASSI révèlent des résultats qui sont en contradiction avec ceux de nombreuses études empiriques et des postulats de nombreuses théories. Lesquelles soulignent l'impact favorable des décisions financières de type d'investissement et de financement sur la création de valeur intrinsèque.

Les entreprises étudiées dans ce chapitre ont relativement réussi la création de valeur au niveau interne pour quelques années, mais cette valeur ne trouve pas son origine dans les décisions d'investissement et de financement.

L'admission à la cote exige une création de valeur externe dont l'objectif est d'enrichir les actionnaires. Ces derniers ne prétendent à investir leur argent que si l'entreprise gère dans une optique de valeur, leur permettant ainsi de réaliser que des plus-values. La création de valeur externe se mesure par des indicateurs reflétant beaucoup plus la réaction du marché quant à la gestion interne de l'entreprise. L'évaluation externe s'appuie donc sur les performances internes de l'entreprise. Nous verrons dans le chapitre deux, si SAIDAL et l'AURASSI génèrent de la valeur sur le marché financier pour la même période d'analyse et d'étude. De plus, nous vérifions si elles réussissent la création de valeur par leurs performances boursières sur les mêmes périodes durant lesquelles elles sont jugées créatrices de valeur sur le plan interne. Dès lors, notre préoccupation est la suivante : si ces entreprises sont destructrices ou créatrices de valeur sur le plan interne, appauvrissent ou enrichissent-elles leurs actionnaires par leur performance boursière, en d'autres termes, créent-elles de la valeur au niveau externe ? La réponse à ces questions fera l'objet du chapitre suivant.

Chapitre II

L'apport des modèles stratégiques en
termes de gouvernance,
d'investissement et de financement à la
valeur boursière

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Introduction du chapitre

La réalisation de l'objectif de création de valeur économique intrinsèque nécessite la mobilisation des capacités d'investissement et organisationnelles, des avantages concurrentiels et des ressources financières. Autant de facteurs qui constituent des variables d'action interne pour la création de valeur. Leur impact sur la valeur est mesurable via des indicateurs de mesure appropriés et intégrant toutes les variables et les dimensions du système de création de valeur, facilitant ainsi l'amélioration des conditions et de la qualité de la gestion interne.

Aussi intéressante soit-elle, la valeur économique intrinsèque reste insuffisante pour juger de la capacité de l'entreprise cotée à créer de la valeur. Une appréciation par le marché s'impose : encore faut-il que le marché la reconnaisse pour la valoriser à son juste prix. D'où la nécessité pour les dirigeants de mettre en place une véritable politique de communication et d'écoute du marché financier ^{«162»}. Autrement dit, la création de valeur au niveau interne nécessite d'être comprise du marché et d'avoir sa confiance.

A toute création de valeur, engendrée par les actions stratégiques se trouvant au cœur de la gestion interne de valeur, doit correspondre une évaluation voire une monétisation par le marché. Cette dernière explique les attentes et la perception des investisseurs qui toujours sont influencés par les indicateurs qui ressortent de l'analyse de la valeur au niveau interne de l'entreprise. L'appréciation des investisseurs ainsi que leur optimisme quant à la création de valeur se reflètent par la valeur du marché, voire la valeur boursière. A l'instar des indicateurs de valeur économique intrinsèque renseignant sur le résultat des actions stratégiques des entreprises, les indicateurs boursiers renseignent sur la manière dont les marchés monétisent ces actions stratégiques et indiquent de ce fait les attentes des investisseurs. Ces indicateurs sont en relation directe avec la mesure de la performance boursière de l'entreprise. Ils diffèrent des indicateurs étudiés dans le chapitre précédent en relation directe avec la mesure de la performance interne de l'entreprise. La traduction de cette performance par le marché explique la performance boursière. Les indicateurs de performance boursière sont employés pour déterminer la création de valeur d'un point de vue externe, c'est-à-dire pour l'actionnaire.

Selon la théorie financière, dans le contexte du marché efficient, la valeur boursière reflète directement la valeur intrinsèque et donc le résultat des modèles stratégiques entrepris. La remise en cause de l'hypothèse de l'efficacité des marchés explique que le cours d'une action est une estimation qui peut être biaisée de sa valeur intrinsèque ou fondamentale. Par ailleurs, l'entreprise peut jouer un rôle crucial pour assurer une meilleure transparence vis-à-vis du marché financier, et ce par la mise en place d'une véritable politique de communication et d'écoute du marché financier. Logiquement, le cours de l'action ou sa valeur boursière doit refléter la valeur fondamentale de l'action, renseignant sur les choix stratégiques de l'entreprise. Une estimation juste et non biaisée du cours boursier nécessite une bonne appréciation et

¹⁶² Michel Albouy : « Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », Op. Citée, Page 151.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

analyse des fondamentaux de la part des investisseurs. De ce fait, ils doivent rechercher les informations qui leur permettront de forger leurs anticipations. Dans cette perspective, les indicateurs des fondamentaux ou de valeur intrinsèque constituent un moyen indéniable pour répondre à l'objectif des anticipations.

La création de valeur actionnariale ne dépend pas seulement des fondamentaux mais d'une liaison entre ces derniers et la valeur boursière traduisant les attentes des investisseurs. Les indicateurs de mesure de valeur intrinsèque, étudiés précédemment, reflètent bien la réalité économique de l'entreprise (EVA, R-F et I de V). Au-delà des profits comptables, ils tiennent compte du coût du capital. Toutefois, ils ignorent l'impact des initiatives stratégiques ou des choix stratégiques sur les attentes des actionnaires. Aucune composante de ces indicateurs n'indique ou ne reflète la réaction des actionnaires. Il incombe à toute entreprise, pour réussir la création de valeur, de prendre en compte l'impact de ses décisions stratégiques sur les attentes des actionnaires au risque de poursuivre des politiques d'investissement et de financement opportunes qui, certes, font augmenter la rentabilité de l'entreprise (gain par action plus élevé) ou sa valeur intrinsèque mais qui n'optimisent pas de la valeur pour l'actionnaire. Ceci n'est pas toléré pour une entreprise cotée dont l'objectif est de transposer ses choix stratégiques à la valeur du marché ou boursière. Toute création de valeur au niveau interne doit se répercuter positivement sur la valeur pour l'actionnaire ayant participé au financement des projets et des initiatives de croissance de l'entreprise. Dans cette perspective, le progrès des entreprises cotées dépend principalement de l'importance qu'elles accordent aux indicateurs de mesure de la valeur boursière. En effet, les entreprises qui placeraient ces indicateurs au cœur de leur processus de décision stratégique réussissent beaucoup mieux la création de valeur boursière. L'objectif de ce chapitre est d'étudier les attentes des investisseurs quant aux choix stratégiques de l'entreprise.

Ces attentes sont reflétées par la valeur boursière qui se mesure par des indicateurs boursiers, et ce dans un seul contexte : après la cotation ou l'introduction en bourse. L'étude nécessite donc de s'appuyer sur des indicateurs appropriés à la performance ou la valeur boursière de l'entreprise. Ce chapitre sera scindé en trois sections : la première traite des indicateurs de mesure de la valeur boursière de l'action renseignant sur la performance boursière ; la deuxième porte sur la vérification des hypothèses concernant la valeur boursière des cas étudiés et la troisième sur la discussion des résultats obtenus.

Section 1 : Modèles d'évaluation de la création de valeur boursière

Ces modèles renferment les indicateurs en relation directe avec la performance boursière. Il s'agit des indicateurs boursiers, qui sont fortement influencés par la conjoncture boursière ¹⁶³. Une telle performance n'est assurée que si l'entreprise tient compte des indicateurs boursiers dans son processus de décision stratégique. Ainsi, une entreprise cotée plaçant les indicateurs boursiers de création de valeur au cœur de son

¹⁶³ Mbaye Fall Diallo : « La création de valeur dans l'entreprise : le rôle de la gouvernance et des leviers financiers », Master Gestion, Université Paul Cezanne Aix Marseille 3, Page 12.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

processus décisionnel réussi, mieux que d'autres, la création de valeur car ces indicateurs traduisent les attentes et la réaction des actionnaires. Il n'en est pas de même pour une entreprise cotée utilisant des indicateurs dont l'impact des choix stratégiques sur les attentes des actionnaires n'est pas reflété, donc n'est pas pris en compte. Ces entreprises risquent d'adopter des stratégies nécessitant la mobilisation de plusieurs capacités, qui se répercutent positivement sur la valeur interne de l'entreprise mais pas du tout sur sa valeur boursière. Cette valeur engendrée en interne s'éloigne de la valeur externe. Or, pour réussir la création de valeur, l'entreprise doit assurer la performance en interne d'une part et, d'autre part, tenir compte des variables qui se rapportent à la manière dont les marchés monétisent cette performance exprimant les attentes des actionnaires. L'objectif d'une entreprise cotée n'est pas seulement la création de valeur économique intrinsèque (en interne) mais aussi la création de valeur boursière expliquant la réaction du marché, voire des investisseurs. Peut-on apprécier cette réaction ?

L'objectif de cette section est d'étudier les indicateurs de mesure de la valeur boursière, exprimant les attentes des actionnaires à terme, et d'expliquer ensuite les raisons du choix des indicateurs choisis pour mener à bien notre étude.

1/ Indicateurs de mesure de la valeur boursière de l'action

Nous avons choisi, pour mener à bien notre recherche, trois principaux indicateurs boursiers. Ils sont employés pour déterminer la création de valeur d'un point de vue externe : celui de l'actionnaire.

Notre étude ne se limite pas à la définition des indicateurs choisis. On est aussi amené à analyser les composantes de chaque indicateur qui serviront de variable d'action pour les dirigeants, puis à expliquer les raisons de choix de ces indicateurs. Nous employons en même temps l'indice de Total Shareholder Return (TSR), Market Value Added (MVA) et le ratio Market-to-Book (M/B).

1-1/ L'indice de rentabilité totale pour l'actionnaire ou Total Shareholder Return

L'entreprise cotée doit veiller à ce que la valeur boursière de son action représente ses différentes initiatives stratégiques. L'indice de la rentabilité totale pour l'actionnaire ou TSR permet de mesurer la valeur boursière à partir des flux de revenu revenant aux actionnaires. L'acquisition d'actions procure à leurs détenteurs des flux de revenu constitués de prix du capital ou cours de l'action et des dividendes distribués. Autrement dit, le TSR est un indice qui appréhende la création de valeur à partir du rendement des titres détenus ou des flux de revenus acquis par la détention d'une action ^{«164»}. C'est donc une mesure plutôt externe ^{«165»}. Le cours de l'action et les dividendes distribués sont les seules composantes de ce rendement, qui constituent aussi les variables d'action pour l'amélioration de cet indice. Ces deux composantes constitutives de cet indice (TSR) fondent sa supériorité par rapport à d'autres critères de création de valeur, qui

¹⁶⁴ Mondher Chérif, Stéphane Dubreuille, Op. Citée, Page 75.

¹⁶⁵ Hubert de la Bruslerie, Op. Citée, Page 248.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

sont sujets à manipulation. Le cours de l'action et les dividendes sont deux composantes du TSR, qui expliquent l'impact des initiatives stratégiques de l'entreprise sur les attentes des investisseurs et par conséquent, permettent à l'entreprise de poursuivre des pistes de croissance renforçant le rendement aussi bien au niveau interne qu'externe. Il se calcule comme suit :

$$TSR_t = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

Avec les notations suivantes :

- P_t : prix ou cours de l'action en période t ;
- P_{t-1} : prix ou cours de l'action en période t-1 ;
- D_t : dividende reçu en période t.

La création de valeur selon le TSR se mesure par la somme de la variation du cours de l'action entre la période t et t-1 et du dividende reçu rapportée au cours de l'action de la période t-1. Ainsi, l'entreprise réussie la création de valeur si seulement si le TSR est supérieur au coût des capitaux propres. L'appréciation de la création de valeur ne se fait qu'en comparant le TSR au coût des fonds propres. Selon cet indice, une entreprise dont le TSR est inférieur au coût des fonds propres, ne crée pas de la valeur.

Pour améliorer le TSR, l'entreprise cotée n'a qu'à agir sur les deux éléments constitutifs du TSR à savoir : le cours de l'action et les dividendes reçus. Ignorer les variables déterminantes pour l'évolution de ces éléments peut induire l'entreprise en erreur dans ses choix stratégiques, et engendrer des attentes irréalistes notamment chez ses investisseurs. Ce qui justifie la nécessité d'une analyse plus fine de ces deux éléments puisqu'ils constituent, en même temps, des leviers décisionnels en termes de création de valeur. Le TSR intègre toutes les dimensions du système de création de valeur ^{«166»}.

1-1-1/ Les variables déterminantes du prix de l'action ou cours de l'action

Le prix de l'action dépend de deux facteurs : ceux qui sont liés à la gestion interne de l'entreprise et à ses résultats tels que : les cash-flows dégagés en interne, l'évolution des marges et la croissance du chiffre d'affaires ; et ceux qui sont liés à la manière dont les marchés monétisent et apprécient les variables se trouvant au cours de la gestion de valeur. Il s'agit des attentes des actionnaires qui influencent fortement les évolutions à court et moyen termes du TSR. Ces attentes sont influencées par les variables de croissance et de rentabilité, qui doivent se poursuivre et perdurer dans le temps, et de risque du fait qu'il influence les cash-flows futurs. Il incombe à toute entreprise cotée de placer au cœur de son processus de décision stratégique, outre les indicateurs de gestion interne, les indicateurs boursiers. Leurs déterminants permettent à l'entreprise de comprendre l'impact de toute décision prise sur les attentes des actionnaires. Ainsi, l'inadéquation entre la valeur intrinsèque et externe de l'action peut être évitée en

¹⁶⁶ Maurice A. Saïas, Jean Greffeuille : « Stratégie et création de valeur », Revue française de gestion, Vol 35-n°196/2009, Page 119.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

poursuivant une gestion tenant compte des indicateurs internes et boursiers, car les priorités des investisseurs ont des implications pour les stratégies et réciproquement. Cela dit, il faut considérer dans ses choix stratégiques non seulement les objectifs internes de l'entreprise mais aussi ceux des actionnaires. Inutile de les considérer séparément car la création de valeur dépend de l'étroite symbiose qui les lie. L'amélioration du prix de l'action nécessite d'agir sur les deux principales variables qui l'influencent à savoir : celles qui sont internes à l'entreprise et celles qui sont externes. Les premières dites aussi : « les fondamentaux » et les secondes dites : « les multiples ». Chacune de ces variables a une forte influence sur le prix de l'action et donc sur le TSR.

Une entreprise cotée doit tenir compte de ces deux variables dans sa stratégie, et ce en veillant à l'amélioration des déterminants de chacune d'elles. L'amélioration des fondamentaux (valeur interne) est liée principalement à des variables d'action interne dont l'objectif est d'atteindre un niveau de rentabilité ou améliorer le rendement des capitaux investis (étudiés au chapitre précédent) pour ensuite, poursuivre des pistes de croissance à long terme. Avant toute initiative de croissance, l'entreprise est tenue de dégager un taux de rendement sur capitaux investis supérieur aux coûts des ressources. Cependant, le choix entre la rentabilité et la croissance dépend du niveau de rentabilité atteint par l'entreprise. Ainsi, une entreprise dont le rendement de capitaux investis est faible, voire inférieur au coût du capital doit au préalable assurer et réaliser de la rentabilité à court terme pour réussir sa croissance à long terme. Il n'en est pas de même pour celle dont le rendement des capitaux investis est très élevé car le recours à la croissance est recommandé dans ce cas pour faire augmenter le TSR, et plus précisément à la croissance organique reposant sur le développement de nouvelles activités appartenant à des domaines et portefeuille en phase de croissance et non de maturité ou de déclin, et ce pour avoir une bonne appréciation des actionnaires.

L'amélioration des multiples dépend de la capacité de l'entreprise à faire surprendre positivement ses actionnaires, en réalisant de plus en plus des performances supérieures à celles déjà réalisées car le prix de l'action en dépend fortement puisque toutes les performances à atteindre y sont incluses. Il en est de même pour le TSR. Toutefois, la croissance de ces multiples peut connaître un ralentissement à long terme. Ce ralentissement est, généralement, imputé au cycle de vie des activités et à l'intensité concurrentielle qui, à partir d'une certaine taille, entraînent le ralentissement des marges, du chiffre d'affaires ...etc. De plus, l'entreprise peut être victime des circonstances relevant de son secteur d'activité ¹⁶⁷. L'effet combiné de la détérioration des « fondamentaux » et des attentes des actionnaires joue sur les « multiples », le prix de l'action et le TSR ¹⁶⁸. Ceci explique une forte interdépendance entre les fondamentaux : la gestion interne de l'entreprise et les attentes des actionnaires, donc les multiples. Bien que ces derniers soient influencés par des facteurs externes échappant au contrôle des dirigeants (les conditions de l'environnement politique et économique), les multiples dépendent aussi des actions des dirigeants tels que : les politiques financières,

¹⁶⁷ Jean Gervais Missie : « Contribution à la mesure de la performance financière de l'entreprise et à son lien avec la création de valeur boursière », thèse de Doctorat (Tome 1), Université Paris (X) Nanterre, Juin 2008, Page 104.

¹⁶⁸ Maurice A. Sâias, Jean Greffeuille, Op.Citée, page 124.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

d'investissement adoptées, les perspectives de croissance,...etc. Ces variables restant sous le contrôle des dirigeants constituent un levier décisionnel, permettant d'agir sur les multiples et par conséquent facilitant leur amélioration.

Toute stratégie allant dans l'intérêt des actionnaires et donc de pair avec l'objectif de création de valeur actionnariale est fonction des fondamentaux et des multiples. Ainsi, une entreprise dont les deux éléments sont faibles (fondamentaux et multiples faibles) doit d'abord s'intéresser à la rentabilité et à l'accroissement des marges pour ensuite se concentrer sur la croissance. L'objectif est d'optimiser les actionnaires quant à la gestion et au redressement de l'entreprise.

Une entreprise dont les multiples sont élevés et largement supérieurs aux fondamentaux, peut se concentrer sur la croissance pour ne pas décevoir les actionnaires. Concernant la rentabilité, elle est déjà à l'origine de cette croissance.

Les entreprises dont les fondamentaux et les multiples sont élevés, doivent optimiser l'utilisation du prix de l'action puisqu'il constitue une monnaie d'échange. Elles doivent se construire une position stratégique et dominante en optant pour la croissance interne et externe. Ceci leur permettra d'éviter une chute brutale des multiples à terme.

Quant aux entreprises dont les fondamentaux sont élevés et les multiples faibles, elles n'attirent plus leurs actionnaires. Bien que les fondamentaux soient élevés et solides, ils laissent un doute sur le système de gouvernance et sur la capacité de l'entreprise à les faire perdurer dans le temps. De plus, une mauvaise politique de communication avec les actionnaires et l'asymétrie informationnelle peuvent être à l'origine de ce déséquilibre entre les fondamentaux et les multiples. Ces entreprises doivent améliorer leurs multiples sinon elles risquent de disparaître du marché ou d'être l'objet de rachat par les entreprises dont les multiples sont très élevés et favorisent de ce fait la croissance externe.

1-1-2/ Les variables déterminantes des dividendes reçus

L'attribution de dividendes aux actionnaires dépend principalement des cash-flows dégagés et de leur affectation. Etant donné que les dividendes sont un élément constitutif du TSR, leur distribution peut avoir un impact direct sur le TSR. Elle peut aussi avoir un impact indirect qui est lié à la perception des actionnaires. En effet, toute distribution de dividendes est perçue positivement par les actionnaires. Ils la considèrent comme un facteur de réduction du risque. Cette bonne appréciation et perception contribuent à l'augmentation de la valeur du TSR. Toutefois, ces perceptions diffèrent selon l'origine du financement des dividendes et les conditions internes de l'entreprise. Ainsi, une entreprise s'endettant pour l'affectation de dividendes aux actionnaires ne contribue qu'à la baisse et la chute du TSR, car le financement par dette remet éventuellement la distribution de dividendes futurs. Le remboursement de la dette contraint la distribution de dividendes. Il en est de même pour les entreprises procédant à la distribution de dividendes au dépend d'une politique d'investissement prometteuse

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

car cette dernière est à l'origine de la réalisation des cash-flows. Renoncer à des investissements prometteurs, c'est renoncer aux cash-flows.

Généralement, la distribution de dividendes influence positivement le TSR car elle incite les dirigeants à réaliser des profits en investissant dans des projets rentables et, par conséquent, à améliorer les fondamentaux. Elle fidélise, de ce fait, les actionnaires.

La distribution du cash-flow est un élément déterminant des dividendes, elle fait partie intégrante des stratégies conduisant à des TSR élevés. De nos jours, il est recommandé aux entreprises d'avoir une stratégie efficace d'affectation des cash-flows engendrés. Elles ne doivent disposer ni de trop, ni de peu de liquidité.

Trop de liquidité ne signifie pas pour autant l'optimisation des opportunités d'investissement ou l'équilibre entre réinvestissement et distribution, au contraire, ceci peut entraîner une réduction des investissements. Peu de liquidité entraîne le recours à l'endettement et à l'actionnariat. Eviter ces deux cas n'est pas aussi facile et nécessite une gestion de qualité des ressources de l'entreprise.

1-2/ L'indice de Market Value Added ou valeur ajoutée par le marché (MVA)

L'indice de Market Value Added est un indice qui se calcule que pour les entreprises cotées en bourse puisqu'il renseigne sur la valorisation, par le marché boursier, des ressources apportées par les actionnaires et les créanciers par rapport à leur valeur du bilan. Il est une mesure de performance externe ou de valeur boursière. La market value added (actualisation de la théorie de Q de Tobin par le cabinet de conseil Stern, Stewart et Co) est égale à la différence entre valorisation de marché et valorisation comptable des capitaux investis ^{«169»}. Autrement dit, elle se mesure en comparant la valeur boursière des capitaux investis à leur valeur comptable. Si la valeur boursière des capitaux investis est supérieure à leur valeur comptable, l'entreprise crée de la valeur pour l'actionnaire et le marché est optimiste quant à la création de valeur. Il anticipe que l'entreprise par son activité produira une rente supérieure au coût des capitaux investis ^{«170»}. Si, au contraire, la valeur boursière de ces capitaux est inférieure à leur valeur comptable, le marché est pessimiste, traduisant un manque de confiance dans le management de l'entreprise qui n'assurera pas une rentabilité suffisante pour rémunérer le coût des capitaux investis. La MVA se calcule comme suit :

$$MVA = V_B (C_p + D) - V_C (C_p + D)$$

Avec :

V_B : Valeur boursière correspondant à la capitalisation boursière ;

V_C : Valeur comptable ;

C_p : Capitaux propres ;

D : Dettes.

¹⁶⁹ Jack Forget : « Stratégie financière », Ellipses éditions, Paris, 2007, Page 81

¹⁷⁰ Jean Gervais Missie, Op. Citée, Page 110.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Généralement, les analystes retiennent pour les dettes la valeur comptable à défaut de valeur boursière de celles-ci, et ce en supposant qu'aucun supplément de valeur ne provient du marché. Dans ce cas là, il est inutile de tenir compte du montant des dettes dans le calcul de MVA. Sa formule sera égale à la différence entre valeur boursière et valeur comptable des capitaux propres.

$$MVA = V_B (C_p) - V_C (C_p)$$

La MVA peut être calculé autrement, en tenant compte de l'indicateur de performance interne EVA. En effet, lorsque l'entreprise poursuit des pistes de croissance et d'investissement à EVA positive, l'effet immédiat se traduit par une réaction positive du marché, exprimant les attentes et l'optimisme des actionnaires, et entraînant de ce fait une augmentation du cours de l'action et par conséquent de MVA. Une MVA positive exprime l'optimisme du marché et des actionnaires quant à la capacité de l'entreprise à assurer une gestion ou un management par la valeur, en privilégiant des stratégies et des investissements à EVA positive où l'entreprise réalise des rendements supérieurs aux coûts des capitaux investis. La MVA peut être obtenue en actualisant la chronique des EVA espérées dans le futur au coût du capital ^{«171»}. En tenant compte de cette définition, la formule de MVA devient :

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

Avec :

EVA : Economic Value Added

CMP_C : Coût moyen pondéré du capital

t : période de précision.

Cette nouvelle formule explique la relation entre la performance externe et la performance interne ou bien la liaison entre les indicateurs des deux performances. Toute augmentation de l'EVA entraîne celle de MVA. Toutefois, une entreprise peut avoir une MVA positive avec une EVA négative et si cette situation perdure, la MVA diminuera progressivement. La variation de l'EVA influence la valeur de MVA. Selon les formules étudiées, l'amélioration de la MVA nécessite d'agir sur les éléments constitutifs de cet indicateur. Ainsi, la MVA qui est égale à la différence entre la capitalisation boursière et les fonds propres du bilan comptable, peut être améliorée en agissant principalement sur la capitalisation boursière. Etant donné que cette dernière représente la valeur du marché des actions en multipliant le nombre d'action par le cours boursier, l'entreprise n'a qu'à agir sur ce cours. Sachant qu'il dépend de deux principales variables à savoir les fondamentaux et les multiples représentant les anticipations des actionnaires, l'entreprise doit placer ces deux variables au cœur et au centre de l'analyse du cours boursier. Les stratégies liées aux fondamentaux et aux multiples, variables principales du prix boursier, améliorent considérablement la valorisation de l'action par le marché.

¹⁷¹Roland Portait, Patricia Charly, Denis Dubois et Philippe Noubel, Op. Citée, Page 449.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

L'amélioration de la MVA diffère selon la formule utilisée pour la calculer. En tenant compte de la formule qui est égale à la somme actualisée des EVA au coût du capital, l'entreprise doit agir sur les éléments constitutifs de cette formule à savoir : l'EVA et le coût du capital, dont leurs variables respectives sont étudiées dans le chapitre précédent.

1-3/ L'indice de ratio Market-to-Book (M/B)

A l'instar de l'indice de MVA, le ratio Market-to-Book compare le cours boursier à la valeur comptable des actions ^{«172»}. Il rapporte donc la valeur boursière des capitaux propres à leur valeur comptable.

Le ratio Market-to-Book est d'autant plus révélateur de création de valeur que le cours boursier est supérieur à la valeur comptable des actions. Pour qu'il y ait création de valeur, il faut que ce ratio soit supérieur à l'unité. Au quel cas, il exprime l'optimisme des actionnaires quant à la capacité de l'entreprise à créer de la valeur ^{«173»}. En revanche, un ratio inférieur à l'unité signifie que l'entreprise est destructrice de valeur.

D'après cette définition, ce ratio peut s'écrire comme suit :

$$R \text{ de M/B} = \frac{CB}{VC}$$

Avec :

CB : Valeur du marché des actions ou cours boursier ;

VC : Valeur comptable des actions.

De plus, il peut être décomposé comme suit ^{«174»} :

$$R \text{ de M/B} = \frac{CB}{VC} = \frac{CB}{BPA} \times \frac{BPA}{VC}$$

D'où :

$$R \text{ de M/B} = PER \times ROE$$

Avec :

PER : Multiple de capitalisation ;

ROE : Rentabilité financière ou des capitaux propres ;

BPA : Bénéfice par action.

¹⁷² Mondher Chérif, Stéphane Dubreuille, Op. Citée, Page 78.

¹⁷³ Jean Gervais Missie, Op. Citée, Page 105.

¹⁷⁴ Mondher Chérif, Stéphane Dubreuille, Op. Citée, Page 76.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Les éléments de ce ratio constituent des variables d'action permettant à l'entreprise de l'améliorer et d'éviter les cas de destruction de valeur. Ainsi, l'entreprise peut agir à la fois sur le PER et le ROE, c'est-à-dire sur le multiple de capitalisation et la rentabilité financière. Chacune de ces variables influence le rapport cours boursier, valeur comptable des actions. S'agissant du multiple de capitalisation, il dépend du taux de distribution des dividendes, du taux de croissance des bénéfices et bien sûr du coût du capital. Plus le taux de distribution des dividendes et le taux de croissance des bénéfices sont élevés, plus le marché réagit favorablement, entraînant l'augmentation du multiple de capitalisation. Quant à la rentabilité financière, elle dépend de la rentabilité économique et du coût de l'endettement puisqu'elle peut s'exprimer en fonction de la rentabilité économique et l'effet de levier d'endettement. A ce moment-là, il incombe à l'entreprise d'arbitrer entre les avantages de l'endettement et le risque de faillite qui peut affecter sa valeur à mesure que l'endettement augmente. Cela dit, la création de valeur a trait à la fois à des décisions d'investissement et de financement opportunes. Dans ce cadre d'analyse, le ratio market-to-book peut se décomposer de la manière suivante :

$$R \text{ de M/B} = \left[\frac{\pi}{K_{cp} - g} \right] \times \left[R.E + \frac{D}{CP} (RE - KD)(1 - Ts) \right]$$

Avec :

- π : Taux de distribution des dividendes ;
- K_{cp} : Coût des capitaux propres ;
- g : Taux de croissance des bénéfices ;
- $R.EC$: Rentabilité économique ;
- K_D : Coût de dettes ;

$\frac{D}{CP}$: Dettes/Capitaux propres ;

Ts : Impôt sur le bénéfice des sociétés.

En comparant cette formule à la toute première qui rapporte le cours boursier à la valeur comptable des actions, on constate que la valeur boursière est influencée par les variables d'action internes à l'entreprise, liées à ses politiques d'investissement, de financement et même de distribution de dividendes.

2/ Choix des indicateurs de valeur boursière

Nous avons choisi de mesurer la valeur boursière de l'action avec les trois principaux indicateurs suivants : l'indice de la valeur totale pour l'actionnaire (TSR) ; l'indice de valeur ajoutée par le marché (MVA) et l'indice de ratio Market-to-Book (M/B). Le point commun à ces indices est l'estimation par le marché de la valeur de l'action, traduisant ainsi les anticipations des actionnaires. Chacun des indicateurs choisis reflète l'impact que peuvent avoir les choix stratégiques liés à la politique d'investissement et même de financement sur les attentes des actionnaires. Ignorer cet impact peut engendrer une inadéquation entre la stratégie de l'entreprise et l'estimation

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

du marché, en suivant des pistes de croissance qui n'optimisent pas la valeur pour l'actionnaire.

Les éléments constitutifs du TSR, MVA et M/B fondent leur supériorité par rapport à d'autres critères de performance, notamment aux critères comptables sujets à manipulations. Les indicateurs boursiers choisis intègrent toutes les dimensions du système de création de valeur. Ainsi, le TSR, constitué du prix de l'action et des dividendes dépendant des fondamentaux et des multiples, exprime la réaction du marché quant aux décisions stratégiques prises par l'entreprise. Il en est de même pour les indicateurs de MVA et M/B comparant l'estimation du marché des actions de l'entreprise et leur valeur comptable. Les fondamentaux et les multiples constituent les principales dimensions du système de création de valeur. Pas de création de valeur sans une stratégie interne efficace à l'entreprise et une bonne appréciation par le marché. Les indicateurs boursiers qu'on a choisis expliquent, clairement, la relation entre ces deux variables. Ils indiquent les impératifs du succès de l'objectif de la création de valeur. Ces indicateurs peuvent être résumés dans le tableau suivant :

Tableau n°24 : « Récapitulatif des variables de mesure de la valeur boursière »

Indicateur de mesure de la valeur	Définition	Abréviation
1) Indice de rentabilité totale pour l'actionnaire ou « Total Shareholder Return »	$\frac{\text{Prix de l'action en } t - \text{Prix de l'action en } t-1 + \text{Dividendes en } t}{\text{Prix de l'action en } t-1}$	$TSR = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$
2) Market value added ou valeur ajoutée par le marché	Valeur boursière des capitaux investis – valeur comptable des capitaux investis	$MVA = V_B (Cp+D) - V_C (Cp+D)$
3) Le ratio Market-to-Book	$\frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{Valeur comptable des actions}}$	$R \text{ de } M/B = \frac{CB}{VC}$

Source: Adapté de Mondher CH., Dubreuille S. (2005), Création de valeur et capital-investissement, Pearson Education; France. Page 101

Ces indicateurs seront calculés dans un seul contexte : après la cotation ou l'adhésion du groupe SAIDAL et l'E.G.H.AURASSI à la bourse, et ce pour mesurer la valeur d'un point de vue externe c'est-à-dire de l'actionnaire d'une part, et d'autre part, pour étudier l'apport de l'adhésion en bourse à la création de valeur. Chacun de ces indicateurs renseigne sur la réaction du marché suite à toute décision stratégique prise par l'entreprise. Ils traduisent donc l'impact de ces décisions sur la valeur boursière.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Une entreprise qui ignore cet impact, risque de poursuivre des pistes de croissance n'allant pas dans l'intérêt de l'actionnaire. Il est important de rappeler que ces indicateurs peuvent être révélateurs de destruction ou de création de valeur. Tout dépend des anticipations du marché voire des investisseurs. Les anticipations du marché, concernant notre cas, feront l'objet de la section suivante.

Section 2 : Vérification des hypothèses portant sur la valeur boursière

Dans une économie où le financement des entreprises peut aussi être assuré par le marché boursier, la création de valeur boursière est indispensable afin d'éviter des sanctions externes par le marché. Les entreprises ne sont pas jugées seulement sur leur capacité à créer de la valeur par leur performance interne mais aussi par leur performance externe voire boursière. En effet, les apporteurs de fonds ne prétendent à engager des sommes colossales pour financer les entreprises dans lesquelles ils investissent, que s'ils s'assurent de leur capacité à ajouter et à créer de la valeur aux fonds qu'ils apportent. L'une des particularités d'une entreprise cotée en bourse est que son objectif ne se réduit pas à la création de valeur intrinsèque. La réaction du marché boursier quant aux choix stratégiques de l'entreprise cotée fait partie intégrante des préoccupations de celle-ci. Cette réaction se concrétise par la valeur boursière de l'action, laquelle dépend principalement de la perception et des anticipations des investisseurs sur l'avenir de l'entreprise.

Les indicateurs de valeur intrinsèque, faisant l'objet du chapitre précédent, calculés sur la base des informations comptables jouent un rôle crucial dans l'évaluation de l'entreprise par le marché et influencent considérablement la réaction des investisseurs. En effet, les indicateurs de valeur intrinsèque de l'action reflètent bien la réalité économique de l'entreprise, voire les actions stratégiques se trouvant au cœur de la gestion interne de celle-ci. D'un point de vue externe, la création de valeur s'exprime par la valeur boursière de l'action, indiquant au même temps la traduction de la performance interne par le marché.

Tenir compte de l'évaluation et l'estimation du marché lors de la prise des décisions stratégiques, est plus qu'indispensable pour réussir la création de valeur notamment boursière. Ainsi, une entreprise mettant à l'écart la réaction des actionnaires quant aux décisions stratégiques prises, risque d'adopter des choix stratégiques notamment en termes de politique d'investissement et de financement, qui s'avèrent opportuns et augmentent la valeur interne de l'action mais qui n'optimisent en aucun cas la valeur pour l'actionnaire ou la valeur boursière. Aujourd'hui, il est question de cette dernière pour assurer la pérennité des entreprises admises à la cote. Dès lors, la performance économique et financière réalisée au niveau interne doit se répercuter positivement sur la valeur externe de l'action.

L'admission à la cote, c'est de se rapprocher du marché boursier en mettant à sa disposition toutes les informations concernant l'entreprise. Lesquelles constituent le fil conducteur des investisseurs.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

A l'instar de la valeur intrinsèque de l'action, la valeur boursière se mesure en utilisant des indicateurs pouvant constituer des leviers d'action pour l'entreprise. D'ailleurs, les entreprises cotées intégrant ces indicateurs au cœur de leur processus de décision stratégique réussissent beaucoup mieux la création de valeur boursière, car l'impact des décisions stratégiques sur la création de valeur boursière ne se mesure qu'en utilisant des outils de mesure de la valeur externe de l'action. Ces outils apportent des précisions quant à l'origine de la création de valeur et par conséquent, constituent des leviers d'action pour l'entreprise.

L'objet de cette section est de tester directement les hypothèses portant sur la création de valeur boursière. Étant donné qu'on a rappelé et expliqué les hypothèses globales de notre travail de recherche dans la section deux du chapitre quatre, nous procéderons dans cette section à la vérification de l'impact des décisions d'investissement et de financement prises dans un bon cadre de gouvernance sur la création de valeur externe, voire sur la réaction des animateurs du marché (investisseurs). Par ailleurs, avant de tester cet impact, il y a lieu de passer en revue le lien entre les actions stratégiques entreprises en interne et la valeur boursière de l'action.

1/ L'estimation des actions stratégiques de l'entreprise par le marché

Toute entreprise admise à la cote est tenue d'être évaluée et appréciée par le marché. Cette appréciation se reflète par le cours boursier ou la valeur boursière. Cette dernière représente la réaction des bailleurs de fonds, ayant participé au financement des entreprises, quant aux décisions stratégiques entreprises. Selon notre objet de recherche, les actions stratégiques renferment principalement les décisions d'investissement et de financement, et leur impact sur la valeur au niveau interne se reflète dans les résultats comptables réalisés. Ainsi, les données comptables révélées traduisent le résultat des actions stratégiques et constituent, de ce fait, un moyen fondamental pour l'évaluation des entreprises par le marché.

Aujourd'hui, les investisseurs surveillent de près toute information comptable publiée par les entreprises cotées, car ces informations constituent un facteur déterminant pour porter un jugement sur la situation de ces entreprises et par conséquent, estimer la valeur de leur titre. Cette valeur est fonction non seulement de la capacité de l'entreprise à faire des bénéfices mais aussi de sa capacité à compenser le coût des ressources apportées, de sorte qu'une entreprise dont l'EVA est positive, envoie un signal aux investisseurs sur la capacité de l'entreprise à créer de la valeur.

La réaction des investisseurs à la publication des informations comptables, concernant les entreprises dans lesquelles ils ont investis, a fait l'objet de plusieurs études. Les premiers chercheurs ayant étudié cette réaction sont Beaver, Ball et Brown. En 1968, ils ont mené une enquête, sur un échantillon d'entreprises, dont l'objectif est de comparer la valeur de l'action et le volume des transactions avant et après la publication des informations comptables. Autrement dit, ils cherchent à étudier l'utilité de l'information comptable en matière d'évaluation boursière. Toute variation du cours boursier à la hausse ou à la baisse ne traduit que l'utilité de l'information comptable. Ainsi, les investisseurs modifient leur anticipation sur la valeur de l'action selon les

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

informations publiées. Beaver, Ball et Brown, suite à leur enquête, ont abouti aux résultats traduisant une bonne réaction des investisseurs en faisant augmenter le cours boursier des entreprises aux résultats bénéficiaires et inespérés et inversement pour les entreprises aux résultats déficitaires et décevant. Suite à ces recherches, plusieurs auteurs ont succéder à Beaver, Ball et Brown à savoir : Martinez (1994), Pippinton et Taffler (1995), et Ginner et Reverte (1999). Ces auteurs fondent leur recherche sur le fameux lien entre le cours boursier et les résultats comptables, traduisant le rendement des actions stratégiques effectuées par les entreprises. A l'appui de leur recherche, ils concluent à la forte réaction des cours boursiers à l'annonce des résultats réalisés. En effet, toute annonce de résultats influence les cours boursiers. Cette influence est d'autant plus positive que les résultats publiés sont bénéficiaires et non décevant. Pour cela, toutes les informations comptables portant sur la situation de l'entreprise notamment sur les résultats comptables et la rentabilité financière, représentent les facteurs fondamentaux de l'estimation des titres. L'entreprise ne parvient à réaliser des résultats satisfaisants et bénéficiaires que si elle réussit ses choix stratégiques, combinant différents leviers d'action.

L'adoption d'une bonne gouvernance en mettant en place des mécanismes de contrôle et d'incitation, incitent les dirigeants à opter pour des décisions d'investissement et de financement maximisant la valeur de l'action. Au niveau interne, la valeur intrinsèque de l'action est directement liée aux résultats de ces décisions. Au niveau externe, la valeur boursière de l'action est liée à la réaction des investisseurs lors de l'annonce des résultats traduisant l'apport des décisions d'investissement et de financement prises dans un bon cadre de gouvernance. Dès lors, on constate que la réaction du marché diffère selon les caractéristiques des sociétés introduite en bourse. C'est ce qui justifie la divergence des auteurs sur la question de la performance boursière après ou quelques années après l'admission à la cote. En effet, certains d'entre eux suggèrent que la réaction du marché juste après l'introduction en bourse est négative, d'autres en revanche, soutiennent l'hypothèse selon laquelle les rendements après l'admission à la cote sont positifs indiquant, certes une réaction positive du marché vis-à-vis de la situation de l'entreprise cotée.

Suivant les travaux et les études effectués par les chercheurs européens (Jacquillat, Mac Donald et Rolfo en 1978) sur des entreprises introduites sur le marché français, la réaction du marché est toujours positive entraînant de ce fait une augmentation de la valeur boursière de l'action. Il en est de même pour les travaux de Sentis qui affirment en 2001 sur le même marché, l'existence de performance boursière positive des entreprises admises à la cote. Et ce, sur une période de deux ans après la cotation. A partir de la troisième année, Sentis conclut à la réaction du marché qui devient négative et la valeur boursière qui commence à s'infléchir.

Les auteurs ayant travaillé sur la réaction du marché suite à la cotation des entreprises concluent à des réactions mitigés et divergentes, étant donné que les caractéristiques de l'échantillon et même des entreprises faisant l'objet de leur étude diffèrent.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

2/Méthodologie suivie pour la vérification des hypothèses de recherche portant sur la valeur boursière

Contrairement à la valeur intrinsèque de l'action nécessitant l'adoption de l'étude de type « avant-après » la cotation pour une meilleure vérification des hypothèses de recherche, la valeur boursière nécessite la méthode de type « après » la cotation. En effet, l'entreprise ne dispose de deux valeurs de son action qu'après son admission à la cote. La première, ressort de son activité et de sa gestion interne et la deuxième dépend de la réaction du marché sur lequel est cotée suite à toute publication d'information la concernant. Avoir une estimation par le marché nécessite l'introduction à la bourse. C'est la raison pour laquelle l'analyse du deuxième axe de notre recherche, portant sur l'apport des décisions stratégiques à la création de valeur boursière, nécessite l'adoption de l'étude de type « après » la cotation. Cet apport ne peut être apprécié que sur le long terme nécessitant de ce fait l'étude de l'évolution, d'une part des indicateurs de création de valeur boursière et, d'autre part, des variables explicatives des politiques d'investissement et de financement, et ce sur une période allant de la première année de cotation à 13 ans après la cotation.

Les variables explicatives des décisions d'investissement et de financement ne renseignent pas seulement sur l'apport de ces décisions à la création de valeur mais aussi sur la qualité de gouvernance. Une bonne gouvernance incite les gestionnaires à accroître les projets d'investissement en nombre et en taille d'une part, et à choisir la politique de financement la plus opportune d'autre part. Nous considérons que l'endettement est le moyen de financement le plus opportun dans la mesure où il contraint les dirigeants à faire face aux échéances imposées par le service de la dette, tant au niveau de son remboursement en capital que du paiement de ses intérêts.

A l'instar de la valeur intrinsèque, la vérification des hypothèses portant sur la valeur boursière s'applique sur les cas de SAIDAL et L'E.G.H AURASSI, pour la période allant de l'année de l'adhésion à la bourse jusqu'à l'année 2012. L'étude de l'impact des décisions d'investissement, de financement et de la gouvernance sur la création de valeur boursière ne devient pertinente et significative que si elle s'effectue sur une longue période. L'effet de ces décisions s'apprécie sur le long terme vu que leur délai de réalisation s'étend sur une longue durée.

Afin de répondre à l'objectif de cette section portant sur l'impact des décisions d'investissement et de financement sur la création de valeur boursière, nous allons calculer les indicateurs de mesure de la valeur boursière sur toute la période de l'étude, pour les comparer ensuite aux variables explicatives de ces décisions sur la même période. Cette comparaison permet de déduire la réaction du marché suite aux fondamentaux, voire aux grandes décisions financières qui affectent la création de valeur. L'impact est mesuré en comparant MVA, MTB et TSR aux variables explicatives des investissements et de financement.

Avant de tester les hypothèses de notre deuxième axe de recherche, nous tenons d'abord à rappeler les variables choisies pour tester ces hypothèses et les moyens d'investigation utilisés.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Afin de répondre à l'objectif de création de valeur boursière, nous avons choisi des indicateurs de mesure qui intègrent toutes les dimensions du système de création de valeur. En effet, ces indicateurs montrent la relation entre la stratégie interne de l'entreprise et l'estimation par le marché. Concernant les variables explicatives des décisions d'investissement et de financement, nous gardons les mêmes variables utilisées au chapitre quatre de ce travail. Lesquelles sont opérationnalisées par des valeurs comptables et prise des bilans comptables et des tableaux de compte de résultats du groupe SAIDAL et l'E.G.H AURASSI.

Quant aux indicateurs de mesure de valeur boursière, nous avons retenu des variables qui nous permettent de mesurer la valeur d'un point de vue externe, et ce en adoptant l'étude de type « après » c'est-à-dire après la cotation du groupe SAIDAL et l'E.G.H.AURASSI.

Tableau n°25 : « Opérationnalisation des variables retenues pour mesurer la valeur d'un point de vue externe »

Indicateurs de création de valeur boursière ou bien indicateurs de variables à expliquer	
(1)- Indice de rentabilité totale pour l'actionnaire « TSR »	$\frac{\text{Prix de l'action}_t - \text{Prix de l'action}_{t-1} + \text{dividendes}_t}{\text{Prix de l'action}_{t-1}}$
(2)- Market value added ou valeur ajoutée par le marché	valeur boursière des capitaux investis – valeur comptable des capitaux investis.
(3)- Ratio market to book	$\frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{valeur comptables des actions}}$

Source : nos regroupements.

Grâce aux rapports d'activité du groupe SAIDAL et de l'E.G.H.AURASSI, mis à notre disposition, nous opérationnalisons les variables citées ci-dessus.

3/ Etude de l'évolution des variables de mesure de la valeur boursière, des décisions d'investissement et de financement après la cotation du groupe Saidal

Concernant la mesure des variables des décisions d'investissement et de financement, nous gardons les mêmes résultats obtenus au chapitre quatre. Il nous reste donc à calculer que les indicateurs de mesure de valeur boursière.

Ces indicateurs nous permettent de porter un jugement sur l'appréciation de l'entreprise par le marché.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

3-1/ La gouvernance et la création de valeur boursière

Dans le présent travail, nous considérons que l'admission à la cote du groupe SAIDAL contribue fondamentalement au changement de sa structure organisationnelle et son mode de gouvernance. Cela dit, l'adoption de l'étude de type « après la cotation » en calculant les indicateurs de valeur boursière cités précédemment, nous permet de déduire la perception des investisseurs, voire la réaction du marché quant à l'adoption de nouveaux mécanismes de gouvernance en termes d'incitation et de contrôle d'une part, et à l'admission à la cote du groupe d'autre part. C'est ainsi qu'on mesure l'impact de la gouvernance sur la valeur boursière.

Nous évaluerons la valeur boursière de SAIDAL à partir des composantes des indicateurs citées ci-dessus. Certaines de ces composantes proviennent du marché, indiquant l'estimation de ce dernier et d'autres sont tirées des différents bilans comptables (de 1999 à 2012).

Ainsi, les indicateurs retenus pour mesurer la performance boursière sont le TSR, MVA et MTB et ils sont fortement influencés par l'évolution des anticipations des investisseurs et du marché. Afin de mener à bien notre recherche, il y a lieu de signaler ce qui suit :

1- Concernant le TSR, deux principaux facteurs déterminent la mesure de la valeur boursière : le prix de l'action en temps t et $t-1$ et le dividende distribué en temps t . Il indique ce que rapporte l'action en plus-value et dividendes.

Suivant le modèle de TSR, la valeur boursière dépend de l'évolution de l'estimation du marché sur l'action, c'est-à-dire de l'évolution des cours de l'action et des dividendes. Lors de son calcul, nous retenons les données suivantes : prix de clôture de l'action et le dividende par action sachant qu'on prend le nombre d'actions en circulation.

2- Sachant que l'indicateur market value added est égal à la différence entre la capitalisation boursière et les capitaux propres et que la capitalisation boursière est le produit du nombre d'actions par son cours (prix de l'action), nous retenons directement le prix de clôture de l'action et le nombre d'actions en circulation. Quant aux capitaux propres, nous retenons la valeur des capitaux propres de fin d'exercice telle que données dans les bilans du groupe (y compris le résultat net de l'exercice).

3- Il en est de même pour le ratio market to book, étant donné qu'il rapporte la capitalisation boursière à la valeur comptable des actions.

4- Nous calculons dans un premier temps, l'indicateur TSR en précisant l'évolution de ses composantes sur toute la période de l'étude, c'est-à-dire de l'année de la cotation à quatorze ans après. Dans un second, nous calculons d'une part l'évolution des composantes de la capitalisation boursière à savoir le nombre d'action en circulation et leur cours, et d'autre part l'évolution des capitaux propres comptables. Et ce, pour déterminer à la fois la valeur de market value added (MVA) et de ratio market to book.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

L'évolution des indicateurs de création de valeur boursière de SAIDAL pour la période allant de 1999 à 2009 (de l'année de la cotation à 10 ans après) puis de l'année 2010 à 2012, est présentée dans les tableaux qui suivent :

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Tableau n°26 : « Niveau de la création de valeur boursière par le modèle TSR, après la cotation du groupe SAIDAL ».

A travers l'étude de cet indicateur de mesure, nous décrypterons la création ou la destruction de valeur boursière pour le groupe SAIDAL. Le tableau ci-après nous renseigne sur le niveau de la richesse en capital (action) et dividendes réalisés 10 ans après la cotation, tout en tenant compte de l'année de l'admission à la cote.

Evolution de l'indice de rentabilité totale pour l'actionnaire TSR	Année de la cotation	Après la cotation									
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Prix de la clôture de l'action (P)	765	780	510	430	380	345	360	440	400	380	385
Dividendes par action (D)	36	20	40	09	24	20	20	23	11	35	35
$P_t - P_{t-1} + Dt$ ①	-	35	- 230	-71	-26	-15	35	103	-29	15	40
P_{t-1} ②	-	765	780	510	430	380	345	360	440	400	380
TSR = ① / ② %	-	04,57	-29,48	-13,92	-06,04	-03,94	10,14	28,61	-06,59	03,75	10,52

Source : nos regroupements d'après les informations boursières publiées par la Cosob

Rappelons que la formule utilisée pour le calcul de TSR est la suivante : avec P_t : Prix de clôture de

l'année en cours (t) ; P_{t-1} : prix de clôture de l'année précédente (t-1) et Dt : Dividendes distribués durant l'année t.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Etant donné que la première cotation du titre Saidal n'a eu lieu qu'en 1999, il est impossible de calculer le TSR pour cet exercice (Absence de données concernant l'exercice 1998)

Rappelons qu'une fois calculer le TSR, il sera comparé au coût des ressources apportées par les actionnaires, voire au coût des fonds propres, et ce pour décrypter la création ou la destruction de valeur pour l'actionnaire. Ceci peut être illustré par le tableau qui suit :

Tableau n°27 : « Création ou destruction de valeur par comparaison de TSR au coût des fonds propres »

	Année de la cotation	Après la cotation									
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
TSR % ①	-	04,57	-29,48	-13,92	-06,04	-03,94	10,14	28,61	-06,59	03,75	10,52
Coût des fonds propres % ②	-	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
① – ②	-	-14,43	-48,48	-32,92	-25,04	-22,94	-08,86	09,61	-25,59	-15,25	-08,48
	-	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(+)	(-)	(-)	(-)

Source : nos regroupements d'après les informations boursières publiées par la Cosob

(-) : Destruction de valeur boursière.

(+) : Création de valeur boursière.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Tableau n°28: « Niveau de la création de valeur boursière par market value added (MVA) ».

Evolution de l'indice de market value added(MVA)	Année de la cotation	Après la cotation				
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Prix de clôture de l'action (P) ①	765	780	510	430	380	345
Nombre d'actions en circulation(NA)....②	10 000 000	10 000 000	10 000 000	10 000 000	10 000 000	10 000 000
Capitalisation boursière ①x②.....③	7 650 000 000	7 800 000 000	5 100 000 000	4 300 000 000	3 800 000 000	3 450 000 000
Valeur comptable des capitaux propres.....④	7 134 141 323	6 490 349 403	6 128 080 849	5 550 208 479	5 913 515 202	6 108 386 173
MVA = ③ – ④	515 858 677	1 309 650 597	-1 028 080 849	-1 250 208 479	-2 113 515 202	-2 658 386 173

(Suite du tableau)

Evolution de l'indice de market value added(MVA)	Après la cotation				
	2005	2006	2007	2008	2009
Prix de clôture de l'action (P) ①	360	440	400	380	385
Nombre d'actions en circulation(NA)....②	10 000 000	10 000 000	10 000 000	10 000 000	10 000 000
Capitalisation boursière ①x②.....③	3 600 000 000	4 400 000 000	4 000 000 000	3 800 000 000	3 850 000 000
Valeur comptable des capitaux propres.....④	6 180 402 723	6 302 203 148	6 812 796 067	8 297 185 486	12 312 713 512
MVA = ③ – ④	-2 580 402 723	-1 902 203 148	-2 812 796 067	-4 497 185 486	-8 462 713 512

Source : nos regroupements d'après les informations boursières publiées par la Cosob

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Etant donné que l'objectif du présent travail est la création de valeur boursière, c'est-à-dire la création de valeur de l'action d'un point de vue externe, nous avons retenu pour le calcul de MVA que la valeur du marché (externe) et la valeur comptable des capitaux propres. Lesquels capitaux renseignant sur la richesse des actionnaires.

Tableau n° 29: « la création de valeur boursière par le modèle de ratio market to book MTB ».

Le calcul de l'indicateur market to book nécessite de rapporter la valeur externe, voire boursière des capitaux propres à leur valeur comptable. Il suffit donc de reprendre directement les deux dernières cases du tableau précédent portant sur le calcul de MVA.

Evolution de l'indice market to book (MTB)	Année de la cotation	Après la cotation				
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Capitalisation boursière ①	7 650 000 000	7 800 000 000	5 100 000 000	4 300 000 000	3 800 000 000	3 450 000 000
Valeur comptable des capitaux propres..... ②	7 134 141 323	6 490 349 403	6 128 080 849	5 550 208 479	5 913 515 202	6 108 386 173
Ratio MTB = ① / ②	01,07	01,20	00,83	00,77	00,64	00,56

(Suite du tableau)

Evolution de l'indice market to book (MTB)	Après la cotation				
	2005	2006	2007	2008	2009
Capitalisation boursière ①	3 600 000 000	4 400 000 000	4 000 000 000	3 800 000 000	3 850 000 000
Valeur comptable des capitaux propres.....②	6 108 402 723	6 302 203 148	6 812 796 067	8 297 185 486	12 312 713 512
Ratio MTB = ① / ②	00,58	00,69	00,58	00,45	00,31

Source : nos regroupements d'après les informations boursières publiées par la Cosob

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

3-2 L'apport des décisions d'investissement à la création de valeur boursière

Suivant les hypothèses de notre recherche, les décisions financières en particulier d'investissement influencent positivement la création de valeur de l'action. S'agissant de la valeur intrinsèque, celle-ci représente directement le résultat des actions internes et stratégiques de l'entreprise ou la richesse créée par les activités de celle-ci après rémunération du coût de financement. Tout choix stratégique en termes d'investissement, rentable et opportun, augmente la valeur interne de l'action dans la mesure où le rendement réalisé renforce la valeur des fonds propres. Ce rendement représente donc la ressource interne dégagée par l'activité de l'entreprise contribuant à l'accroissement du patrimoine des actionnaires. Quant à la valeur boursière, elle reflète beaucoup plus les anticipations et les réactions du marché boursier suite à la publication de toute information concernant l'entreprise. Cette valeur dépend beaucoup plus des attentes des investisseurs. Ainsi, une entreprise dont la valeur intrinsèque de l'action est très élevée, indiquant la richesse qu'elle apporte grâce à ses activités internes, peut assister à des situations où la valeur boursière de l'action est très basse, indiquant une réaction négative des investisseurs. Ces situations se produisent lorsque les résultats réalisés par l'entreprise au niveau interne, aussi bon qu'ils soient, s'avèrent toujours inférieurs et faibles aux attentes des investisseurs. Nous avons considéré dans la présente recherche que l'augmentation des investissements en nombre et en taille est une variable explicative de la création de valeur et l'évolution des ratios d'investissement choisis, sur toute la durée de l'étude, permet d'expliquer le niveau des indicateurs de création de valeur intrinsèque (voir chapitre précédent). Il en est de même pour la valeur boursière. Nous étudions l'impact des décisions d'investissement sur la réaction du marché, voire la valeur boursière, en procédant à la comparaison de l'évolution des indicateurs de mesure de celle-ci à savoir : TSR, MVA et MTB à l'évolution des ratios d'investissement. Et ce, sur toute la période de la cotation retenue : de 1999 à 2009 puis de 2010 à 2012. Toutefois, la valeur externe de l'action ne dépend pas seulement des résultats réalisés par les activités internes de l'entreprise, mais aussi des conditions du marché boursier voire de la conjoncture boursière.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Afin de répondre à l'objectif de ce point de recherche, nous reprendrons les résultats obtenus et réalisés sur les indicateurs de mesure de la valeur boursière et les taux d'investissements.

Tableau n°30: « Comparaison de l'évolution des indicateurs de mesure de la valeur boursière à celle des taux d'investissement ».

Evolution des indicateurs de mesure de la valeur boursière	Année de la cotation		Après la cotation			
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
TSR	-	04,57	-29,48	-13,92	-06,04	-03,94
MVA	515 858 677	1 309 650 597	-1 028 080 849	-1 250 208 479	-2 113 515 202	-2 658 386 173
MTB	01,07	01,20	00,83	00,77	00,64	00,56

(Suite du tableau)

Evolution des indicateurs de mesure de la valeur boursière	Après la cotation				
	2005	2006	2007	2008	2009
TSR	10,14	28,61	-06,59	03,75	10,52
MVA	-2 580 402 723	-1 902 203 148	-2 812 796 067	-4 497 185 486	-8 462 713 512
MTB	00,58	00,69	00,58	00,45	00,31

Source : nos regroupements d'après les résultats des tableaux n° :25, 27,28.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Evolution du taux d'intensité capitalistique	Année de la cotation	Après la cotation									
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Investissement total</i> % <i>Chiffre d'affaires</i>	107,03	112,81	81,74	64,77	64,07	65,64	73,69	63,89	54,76	54,41	73,43
<i>Investissement total</i> % <i>Actif total</i>	47,87	43,73	40,11	33,93	32,35	33,24	34,67	32,51	29,66	29,24	31,35

Réaction du marché par rapport à la politique d'investissement *	Année de la cotation	Après la cotation									
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
TSR	-----	(+)	(-)	(-)	(-)	(-)	(+)	(+)	(-)	(+)	(+)
MVA	(+)	(+)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
MTB	(+)	(+)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)

Source : nos regroupements d'après les résultats des tableaux n° : 11, 12 et 29.

* Positive = (+) ; Négative = (-)

Compte tenu de la conjoncture boursière influencée par plusieurs facteurs, cette étude reste très limitée.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

3-3/ La décision de financement et la création de valeur boursière

La valeur boursière représentant l'estimation du marché boursier est en perpétuelle variation. Cette dernière diffère selon que l'entreprise publie régulièrement des informations ou non et selon que la perception des investisseurs est positive ou négative. Ainsi, une entreprise publiant des informations perçues positivement par les investisseurs assiste à une variation à la hausse du cours de son action et à sa baisse dans le cas inverse. Cela dit, la moindre information peut influencer la valeur externe de l'action. Dans le présent travail, notre objectif est d'étudier la réaction du marché boursier suite à l'annonce des choix stratégiques adoptés par l'entreprise. A l'instar de la décision d'investissement, la décision de financement peut influencer la valeur externe de l'action. En effet, nous considérons dans notre travail que tout recours à l'endettement est perçu positivement par le marché et augmente de ce fait la valeur boursière. Et ce, dans la mesure où l'endettement est conçu comme un moyen de contraindre l'équipe dirigeante à maximiser les profits pour qu'elle puisse faire face aux échéanciers de remboursement de dettes. Dès lors, nous considérons que le taux de la dette représentant la décision de financement prise, est une variable explicative de création de valeur boursière.

L'impact de cette décision sur la valeur boursière se mesure en comparant les ratios de taux d'endettement aux indicateurs de valeur boursière. L'évolution de ces derniers explique la réaction du marché quant à la situation de l'entreprise.

De plus, l'étude de cette réaction après la cotation explique l'impact de changement du système de gouvernance (induit par la cotation) sur l'un des leviers de création de valeur à savoir : la politique de financement. Suivant notre hypothèse, le recours à l'endettement plutôt qu'à une autre source de financement de quelle nature soit elle, n'explique que l'importance accordée à l'objectif de création de valeur, puisqu'il empêche l'équipe dirigeante d'élargir sa marge d'action au détriment des investisseurs.

Nous comparons les indicateurs de création de valeur boursière et les taux d'endettement dans les tableaux suivants :

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Tableau n°31 : « Comparaison de l'évolution des indicateurs de mesure de la valeur boursière à celle des taux de la dette ».

Evolution des indicateurs de mesure de la valeur boursière	Année de la cotation		Après la cotation			
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
TSR	-	04,57	-29,48	-13,92	-06,04	-03,94
MVA	515 858 677	1 309 650 597	-1 028 080 849	-1 250 208 479	-2 113 515 202	-2 658 386 173
MTB	01,07	01,20	00,83	00,77	00,64	00,56

(Suite du tableau)

Evolution des indicateurs de mesure de la valeur boursière	Après la cotation				
	2005	2006	2007	2008	2009
TSR	10,14	28,61	-06,59	03,75	10,52
MVA	-2 580 402 723	-1 902 203 148	-2 812 796 067	-4 497 185 486	-8 462 713 512
MTB	00,58	00,69	00,58	00,45	00,31

Source : nos regroupements d'après les résultats des tableaux : 25, 27 et 28.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Evolution du taux de dettes	Année de la cotation	Après la cotation									
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Dettes total</i> <i>Actif total</i> %	31,63	40,11	42,86	50,05	51,28	52,97	56,72	55,59	54,00	54,87	46,26

Réaction du marché par rapport à la politique d'endettement *	Année de la cotation	Après la cotation									
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
TSR	-----	(+)	(-)	(-)	(-)	(-)	(+)	(+)	(-)	(+)	(+)
MVA	(+)	(+)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
MTB	(+)	(+)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)

Source : nos regroupements d'après les résultats des tableaux n° : 30 et 13.

*Positive = (+) ; Négative = (-)

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

3-4- Les indicateurs boursiers de 2010 à 2012 : Cas de Saïdal

Notre objectif est de continuer les tableaux précédents en recalculant chaque indicateur boursier de l'année 2010 à 2012. Ceci peut être illustré dans les tableaux suivants :

Suite du tableau n°26 :

Evolution de l'indice de RT pour l'actionnaire TSR	2010	2011	2012
Prix de la clôture de l'action (P)	520	715	620
Dividendes par action (D)	35	35	40
$P_t - p_{t-1} + D_t$(1)	170	230	(55)
p_{t-1}(2)	385	520	715
TSR = (1) / (2) %	44,15	44,23	-07,69

Source : nos regroupements d'après les informations boursières publiées par la Cosob

Suite du tableau n°27 :

Comparaison du TSR au CFP	2010	2011	2012
TSR%.....(1)	44,15	44,23	-07,69
Coûts des Fonds Propres%.....(2)	19	19	19
(1) – (2)	25,15	25,23	-26,69
	+	+	(-)

Source : nos regroupements d'après les informations boursières publiées par la Cosob

Suite du tableau n°28 :

Evolution de l'indice MVA	2010	2011	2012
Prix de clôture de l'action (P).....(1)	520	715	620
Nombre d'action en circulation (NA).....(2)	10 000 000	10 000 000	10 000 000
Capitalisation boursière(1) x (2)...(3)	5 200 000 000	7 150 000 000	6 200 000 000
Valeur comptable des comptes propres ...(4)	11 785 525 448.05	13 795 482 542.61	14 746 506 012.32
MVA = (3) – (4)	-6 585 525 448	-6 645 482 542.6	-8 546 506 012.3

Source : nos regroupements d'après les informations boursières publiées par la Cosob

**Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance,
d'investissement et de financement à la valeur boursière**

Suite du tableau n°29 :

Evolution de l'indice Market To Book (MTB)	2010	2011	2012
Capitalisation boursière.....(1)	5 200 000 000	7 150 000 000	6 200 000 000
Valeur comptable des capitaux propres.....(2)	11 785 525 448.05	13 795 482 542.61	14 746 506 012.32
Ratio MTB = (1) / (2)	00.44	00.51	00.42

Source : nos regroupements d'après les informations boursières publiées par la Cosob

Suite du tableau n°30 :

Comparaison entre TSR, MVA, MTB	2010	2011	2012
TSR	44.15	44.23	-07.69
MVA	-6 585 525 448	-6 645 482 542.6	-8 546 506 012.3
MTB	00.44	00.51	00.42

Source : nos regroupements d'après les résultats des tableaux n° :26, 28,29.

Evolution des taux d'investissement	2010	2011	2012
$\frac{INV.Total}{Chiffres d'affaires} \times 100\%$	105.61	82.64	82.43
$\frac{INV.Total}{Actif total} \times 100\%$	46.76	40.91	38.15

Réaction du marché par rapport à la politique d'investissement	2010	2011	2012
TSR	+	+	(-)
MVA	(-)	(-)	(-)
MTB	(-)	(-)	(-)

Source : nos regroupements d'après les résultats des tableaux n° : 11, 12 et 30.

**Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance,
d'investissement et de financement à la valeur boursière**

Suite du tableau n°31:

Evolution du taux de dettes	2010	2011	2012
$\frac{Dettes\ totales}{Actif\ total} \times 100\%$	58.28	49.42	50.87

Réaction du marché par rapport à la politique d'endettement	2010	2011	2012
TSR	+	+	(-)
MVA	(-)	(-)	(-)
MTB	(-)	(-)	(-)

Source : nos regroupements d'après les résultats des tableaux : 26, 28 et 29.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

4/ Cas de l'E.G.H-EL-AURASSI

4-1/ L'évolution des indicateurs de mesure de la valeur boursière : après la cotation de l'AURASSI (TSR, MVA, MTB)

Tableau n°32 : « création de valeur boursière par le modèle de TSR, après la cotation »

Evolution de l'indice de rentabilité totale pour l'actionnaire TSR	Année de la cotation	Après la cotation								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Prix de clôture de l'action (P)	370	270	240	260	275	300	385	410	450	450
Dividendes par action(D)	20	22	25	30	35	40	45	47	49	50
$P_t - P_{t-1} + Dt$ ①	-	-78	-05	50	50	65	130	72	89	50
P_{t-1} ②	-	370	270	240	260	275	300	385	410	450
TSR = ① / ② %	-	-21,08	-01,85	20,83	19,23	23,63	43,33	18,70	21,70	11,11

Source : nos regroupements d'après les informations boursières publiées par la Cosob

Tableau n°33 : « Comparaison de TSR au coût des fonds propres »

	Année de la cotation	Après la cotation								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
TSR % ①	-	-21,08	-01,85	20,83	19,23	23,63	43,33	18,70	21,70	11,11
Coût des fonds propres % ②	-	06,14	06,14	06,14	06,14	06,14	06,14	06,14	06,14	06,14
① - ②	-	-27,22	-7,99	14,69	13,09	17,49	37,19	12,56	15,56	04,97
	-	(-)	(-)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)

(-) : Destruction de valeur boursière ; (+) : Création de valeur boursière.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Tableau n°34 : « Niveau de la création de valeur boursière par market value added (MVA) ».

Evolution de l'indice de market value added(MVA)	Année de la cotation	Après la cotation				
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Prix de clôture de l'action (P) ①	370	270	240	260	275	300
Nombre d'actions en circulation(NA) ②	6 000 000	6 000 000	6 000 000	6 000 000	6 000 000	6 000 000
Capitalisation boursière ①x②..... ③	2 220 000 000	1 620 000 000	1 440 000 000	1 560 000 000	1 650 000 000	1 800 000 000
Valeur comptable des capitaux propres..... ④	1 992 253 516	1 971 676 113	2 124 924 475,91	2 283 435 699,5	2 522 615 993,31	2 746 386 859,65
MVA = ③ – ④	227 746 484	-351 676 113	-684 924 475,91	-723 435 699,5	-872 615 993,31	-946 386 859,65

(Suite du tableau)

Evolution de l'indice de market value added(MVA)	Après la cotation			
	2006	2007	2008	2009
Prix de clôture de l'action (P) ①	385	410	450	450
Nombre d'actions en circulation(NA)..... ②	6 000 000	6 000 000	6 000 000	6 000 000
Capitalisation boursière ①x②..... ③	2 310 000 000	2 460 000 000	2 700 000 000	2 700 000 000
Valeur comptable des capitaux propres..... ④	2 961 541 123,25	3 332 138 282,21	3 746 284 600,18	4 218 597 857,46
MVA = ③ – ④	-651 541 123,25	-872 138 282,21	-1 046 284 600,18	-1 518 597 857,46

Source : nos regroupements d'après les informations boursières publiées par la Cosob

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Tableau n°35 : « La création de valeur boursière par le modèle de ratio market to book MTB ».

Evolution de l'indice market to book (MTB)	Année de la cotation	Après la cotation				
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Capitalisation boursière ①	2 220 000 000	1 620 000 000	1 440 000 000	1 560 000 000	1 650 000 000	1 800 000 000
Valeur comptable des capitaux propres..... ②	1 992 253 516	1 971 676 113	2 124 924 475,91	2 283 435 699,5	2 522 615 993,31	2 746 386 859,65
Ratio MTB = ① / ②	01,11	00,82	00,67	00,68	00,65	00,65

(Suite du tableau)

Evolution de l'indice market to book (MTB)	Après la cotation			
	2006	2007	2008	2009
Capitalisation boursière ①	2 310 000 000	2 460 000 000	2 700 000 000	2 700 000 000
Valeur comptable des capitaux propres... ..②	2 961 541 123,25	3 332 138 282,21	3 746 284 600,18	4 218 597 857,46
Ratio MTB = ① / ②	00,77	00,73	00,72	00,64

Source : nos regroupements d'après les informations boursières publiées par la Cosob.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

4-2/ Décision d'investissement et création de valeur boursière

Tableau n°36 : « TSR, MVA, MTB et l'évolution des taux d'investissement ».

Evolution des indicateurs de mesure de la valeur boursière	Année de la cotation	Après la cotation				
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TSR	-	-21,08	-01,85	20,83	19,23	23,63
MVA	227 746 484	-351 676 113	-684 924 475,91	-723 435 699,5	-872 615 993,31	-946 386 859,65
MTB	01,11	00,82	00,67	00,68	00,65	00,65

(Suite du tableau)

Evolution des indicateurs de mesure de la valeur boursière	Après la cotation			
	2006	2007	2008	2009
TSR	43,33	18,70	21,70	11,11
MVA	-651 541 123,25	-872 138 282,21	-1 046 284 600,18	-1 518 597 857,46
MTB	00,77	00,73	00,72	00,64

Source : nos regroupements d'après les résultats des tableaux n° : 31, 33 et 34.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Evolution des taux d'investissement	Année de la cotation	Après la cotation								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Investissement total</i> % <i>Chiffre d'affaires</i>	337,70	312,99	252,76	228,85	187,25	160,50	147,66	133,14	118,45	139,53
<i>Investissement total</i> % <i>Actif total</i>	72,51	72,21	64,46	58,75	52,20	47,29	43,55	38,14	34,97	34,15

Réaction du marché quant à la politique d'investissement	Année de la cotation	Après la cotation								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
TSR	-----	(-)	(-)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)
MVA	(+)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
MTB	(+)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)

Source : nos regroupements d'après les résultats des tableaux n° : 35, 20 et 21.

(+) : Réaction positive. (-) : Réaction négative.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

4-3/ Décision de financement et création de valeur boursière

A l'instar du groupe SAIDAL, la relation entre la décision de financement et la réaction du marché sera étudiée en comparant les variables explicatives de celles-ci.

Tableau n°37 : « Réaction du marché quant à l'évolution du taux de la dette »

Evolution des indicateurs de mesure de la valeur boursière	Année de la cotation	Après la cotation				
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TSR	-	-21,08	-01,85	20,83	19,23	23,63
MVA	227 746 484	-351 676 113	-684 924 475,91	-723 435 699,5	-872 615 993,31	-946 386 859,65
MTB	01,11	00,82	00,67	00,68	00,65	00,65

(Suite du tableau)

Evolution des indicateurs de mesure de la valeur boursière	Après la cotation			
	2006	2007	2008	2009
TSR	43,33	18,70	21,70	11,11
MVA	-651 541 123,25	-872 138 282,21	-1 046 284 600,18	-1 518 597 857,46
MTB	00,77	00,73	00,72	00,64

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Evolution du taux de la dette	Année de la cotation	Après la cotation								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Dettes total</i> <i>Actif total</i> %	51,86	52,09	52,21	51,18	50,87	50,77	48,42	46,73	43,51	39,33

Réaction du marché par rapport à la politique d'endettement	Année de la cotation	Après la cotation								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
TSR	-----	(-)	(-)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)
MVA	(+)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
MTB	(+)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)

Source : nos regroupements d'après les résultats des tableaux n° : 36 et 22.

(+) : Réaction positive ; (-) : Réaction négative.

D'après les tableaux traitant de la valeur boursière, nous constatons que le groupe SAIDAL et l'E.G.H.EL. AURASSI fonctionnent en dehors de leur marché. En dépit de la création de valeur intrinsèque reflétant le rendement positif des actions stratégiques entreprises, la valeur boursière demeure négative et ne reflète en aucun cas la situation réelle des cas retenus. Ceci indique la réaction négative du marché quant à la situation interne des cas étudiés.

**Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance,
d'investissement et de financement à la valeur boursière**

4-4- Les indicateurs de création de valeur boursière pour la période allant de 2010 à 2012.

Suite du tableau n°32 :

Evolution de l'indice de RT pour l'actionnaire TSR	2010	2011	2012
Prix de la clôture de l'action (P)	450	500	340
Dividendes par action (D)	15.00	00.00	00.00
$P_t - p_{t-1} + D_t$(1)	15	50	-160
p_{t-1}(2)	450	450	500
TSR = (1) / (2) %	03.33	11.11	-32

Source : nos regroupements d'après les informations boursières publiées par la Cosob

Suite du tableau n°33 :

Comparaison du TSR au CFP	2010	2011	2012
TSR%.....(1)	03.33	11.11	-32
Coûts des Fonds Propres%.....(2)	06.14	06.14	06.14
(1)– (2)	-02.81	04.97	-38.14
	(-)	+	(-)

Source : nos regroupements d'après les informations boursières publiées par la Cosob

Suite du tableau n°34 :

Evolution de l'indice MVA	2010	2011	2012
Prix de clôture de l'action (P).....(1)	450	500	340
Nombre d'action en circulation (NA).....(2)	6 000 000	6 000 000	6 000 000
Capitalisation boursière (1) x (2).....(3)	2 700 000 000	3 000 000 000	2 040 000 000
Valeur comptable des comptes propres.....(4)	3 944 134 781.77	3 247 475 359.66	3 779 775 714.60
MVA = (3) – (4)	-1 244 134 781.77	-247 475 359.66	-1 739 775 714.6

Source : nos regroupements d'après les informations boursières publiées par la Cosob

**Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance,
d'investissement et de financement à la valeur boursière**

Suite du tableau n°35:

Evolution de l'indice Market To Book (MTB)	2010	2011	2012
Capitalisation boursière.....(1)	2 700 000 000	3 000 000 000	2 040 000 000
Valeur comptable des capitaux propres.....(2)	3 944 134 781.77	3 247 475 359.66	3 779 775 714.60
Ratio MTB = (1) / (2)	00.68	00.92	00.53

Source : nos regroupements d'après les informations boursières publiées par la Cosob

Suite du tableau n°36:

Comparaison entre TSR, MVA, MTB	2010	2011	2012
TSR	03.33	11.11	-32
MVA	-1 244 134 781.77	-247 475 359.66	-1 739 775 714.6
MTB	00.68	00.92	00.53

Source : nos regroupements d'après les résultats des tableaux n° : 32, 34 et 35.

Evolution des taux d'investissement	2010	2011	2012
$\frac{INV.Total}{Chiffres d'affaires} \times 100\%$	494.72	8 336.71	684.94
$\frac{INV.Total}{Actif total} \times 100\%$	66.52	82.15	89.22

Réaction du marché par rapport à la politique d'investissement	2010	2011	2012
TSR	(-)	+	(-)
MVA	(-)	(-)	(-)
MTB	(-)	(-)	(-)

Source : nos regroupements d'après les résultats des tableaux n° : 36, 20 et 21

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Suite du tableau n°37

Evolution du taux de dettes	2010	2011	2012
$\frac{Dettes\ totales}{Actif\ total} \times 100\%$	54.24	70.11	66.78

Réaction du marché par rapport à la Politique d'endettement	2010	2011	2012
TSR	(-)	+	(-)
MVA	(-)	(-)	(-)
MTB	(-)	(-)	(-)

Source : nos regroupements d'après les résultats des tableaux n° : 37 et 22.

L'analyse approfondie des résultats des tableaux ci-dessus fera l'objet de la troisième section.

Section 3 : Analyse et discussion des résultats sur la valeur boursière.

La valeur boursière de l'action représente la réaction des investisseurs quant à la stratégie et la situation de l'entreprise. Cette réaction est naturellement influencée par la valeur intrinsèque de l'action, puisque cette dernière ressort des activités internes et renseigne sur le résultat des actions stratégiques entreprises en interne. Ainsi, toute appréciation positive ou négative des activités d'une entreprise cotée se reflète par la valeur externe de l'action. On parle d'une création de valeur d'un point de vue externe lorsque l'estimation par le marché, représentant la perception des investisseurs, est bien supérieure à la valeur comptable (interne) du patrimoine de l'entreprise, et d'une destruction de valeur externe dans le cas inverse.

L'objectif de cette section est de procéder à une analyse approfondie des résultats réalisés sur la valeur boursière en se basant sur les indicateurs de mesure suivants : market value added, total shareholder et market to book. Nous analyserons l'évolution de la valeur de ces indicateurs sur toute la période de l'étude en les comparant à l'évolution, sur le même axe de temps, des variables explicatives des décisions financières de type d'investissement et de financement. Nous commencerons par l'analyse des résultats de cas de SAIDAL puis de l'E.G.H.EL. AURASSI.

1/ Gouvernance et création de valeur boursière : cas de Saidal

En entamant par le premier indicateur de mesure de la valeur d'un point de vue externe à savoir le total shareholder comparé au coût des fonds propres, nous

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

constatons que SAIDAL n'enregistre qu'une seule année de création de valeur boursière sur la période allant de 2000 à 2009. Il s'agit de l'année 2006 où le taux de rentabilité totale pour l'actionnaire couvre largement le coût des fonds propres.

En effet, durant l'exercice 2006, ce taux est de 28,61%, alors que le rendement exigé sur capitaux apportés n'est que de 19%. C'est ainsi qu'une telle situation permet d'enrichir l'actionnaire en capital (plus value de l'action) et en dividendes.

La comparaison de taux de rentabilité total (TSR) des années 2006, 2010 et 2011 à celui réalisé durant les autres années d'étude révèle une différence significativement marquante. En comparant le TSR au coût des fonds propres, SAIDAL réalise dix ans de TSR négatif et donc de destruction de valeur pour l'actionnaire et seulement trois années de création de valeur boursière. Si nous procédons à la décomposition du taux de rentabilité pour l'actionnaire, nous comprendrons bien les facteurs étant à l'origine de sa variation. Tenant compte du prix de clôture de l'action, le marché dévalue l'action d'un exercice à l'autre. En effet, entre 2001 et 2009, l'action de SAIDAL connaît une variation à la baisse, indiquant une baisse de la demande sur cette action. En revanche, en 1999 et 2000, l'action avait connu l'estimation la plus élevée de toutes les années d'étude, soit respectivement 765,00 DA et 780,00 DA. Ceci ne traduit que l'optimisme des investisseurs quant à la réussite future du groupe à créer de la richesse. Cet optimisme ne dure pas longtemps puisqu'il concerne que l'année de la cotation et la première année suivant celle-ci (1999 et 2000). En 2010 et 2011, la valeur de l'action a connu une variation à la hausse pour atteindre respectivement 520,00 et 715,00 DA, entraînant ainsi des taux de rentabilité totale les plus élevés de toutes les années d'étude. Par ailleurs, le taux de rentabilité (TSR) réalisé en 2000, bien qu'il soit positif de 04,57%, il reste insuffisant pour rémunérer le coût des fonds propres de 19%.

Suivant le tableau analysant l'évolution du taux de rentabilité (TSR), toute variation à la hausse du prix de l'action d'un exercice à l'autre ou de l'année n-1 à l'année n, entraîne un TSR positif, tel est le cas pour les années 2000, 2005, 2006, 2009, 2010 et 2011. Mais seuls trois taux de rentabilité totale positifs ont pu couvrir le coût des fonds propres.

En dépit de la variation à la baisse du cours de l'action entre 2007 et 2008, le TSR de l'année 2008 est positif grâce au dividende unitaire qui a compensé la perte de valeur réalisée en 2008 par rapport à 2007 (400 en 2007 et 380 en 2008 soit une perte de $380 - 400 = -20$).

En termes de cours boursier, la cotation supposée impliquer de nouveaux mécanismes de gouvernance ne met en évidence aucune réaction positive du marché sur la période allant de 2001 à 2009. Quant à la période allant de 1999 à 2000, la baisse du cours boursier est moins importante pour la première année qui suit la cotation (année 2000). Ce cours reprend à la hausse pour atteindre respectivement 520,00 ; 715,00 et 620,00 DA en 2010, 2011 et 2012.

En termes de taux de rentabilité totale pour l'actionnaire (TSR), le groupe SAIDAL est destructeur de valeur de 2000 à 2005, de 2007 à 2009 et en 2012, et créateur

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

de valeur durant les années 2006, 2010 et 2011. Cette dernière année est marquée par une variation positive du cours boursier par rapport aux années précédentes. En effet, le cours boursier passe de 520,00 DA à 715,00 DA entre 2010 et 2011.

A l'appui de cette analyse, ces résultats ne permettent pas de conclure à l'existence d'une relation positive entre l'introduction de nouveaux mécanismes de gouvernance suite à la cotation et la création de valeur boursière. L'accroissement significatif des indicateurs de la rentabilité totale pour l'actionnaire de 28,61% en 2006; 44,15% en 2010 et 44,23% en 2012, ne permettant pas à eux seuls de valider l'hypothèse selon laquelle la gouvernance influence positivement la création de valeur boursière.

Le deuxième indicateur de mesure de la création de valeur utilisé est la market value added (MVA). Selon cet indicateur, le groupe SAIDAL est destructeur de valeur sur presque toute la période de l'étude : de 2001 à 2009 et de 2010 à 2012. Excepté l'année de la cotation (1999) et la première année suivante (2000) où le groupe a pu ajouter de la valeur aux capitaux propres, en réalisant des plus values de 515 858 677,00 DA en 1999 et de 1309 650 597,00 DA en 2000. Ce montant constitue la richesse que procure le groupe à ses actionnaires. La destruction de valeur s'explique principalement par la dévaluation de l'action par le marché. En effet, de 2001 à 2009, le prix de l'action varie entre 360,00 et 510,00 DA et de ce fait, la capitalisation boursière durant toute cette période demeure inférieure aux capitaux propres évalués à leur valeur comptable. Il en est de même pour la période allant de 2010 à 2012. La progression continue de la valeur comptable des fonds propres sur toute la période de l'étude indique l'amélioration de plus en plus de la situation patrimoniale de SAIDAL. Et ce grâce aux résultats réalisés reflétant ainsi l'efficacité des stratégies adoptées. Toutefois, la variation tantôt à la hausse, tantôt à la baisse de la capitalisation boursière indique que la valeur du marché ne correspond guère à la valeur réelle du patrimoine. Si SAIDAL a pu créer de la valeur en interne (au niveau interne) durant la période allant de 2006 à 2009, la valeur boursière représentant l'appréciation par le marché est loin de confirmer ce constat.

D'un point de vue externe, le groupe est destructeur de valeur sur toute la période suivant la cotation. Ainsi, selon les résultats de notre étude, la gouvernance ne met en évidence aucun changement de comportement des investisseurs quant à l'appréciation et l'évaluation positive de la situation de SAIDAL. Ces résultats viennent contredire la plupart des tests de la théorie stipulant l'impact positif de la gouvernance sur la création de valeur boursière.

La comparaison de l'indicateur de rentabilité totale pour l'actionnaire (TSR) avec celui de market value added (MVA) ne révèle pas une différence significativement importante. En effet, le groupe SAIDAL est destructeur de valeur sur presque toute la période de l'étude quel que soit l'indicateur utilisé (TSR ou MVA) ; à l'exception des années 2006, 2010 et 2011 où l'indicateur TSR indique une création de valeur boursière et donc un enrichissement des actionnaires. En revanche, l'indicateur de MVA ne confirme pas ce constat étant donné que le groupe détruit de la valeur et fait subir à ses actionnaires des pertes de 1 902 203 148,00 DA en 2006 ; 6 585 525 448,00 DA en 2010 et 6 645 482 542,60 DA en 2011.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Le troisième indicateur de mesure est le ratio market to book (MTB). Etant donné que cet indicateur rapporte la capitalisation boursière à la valeur comptable des fonds propres, naturellement ses résultats ne révéleront pas de différence marquante avec ceux de l'indice de market value added (MVA). En se référant au tableau analysant le niveau de l'évolution de MTB, nous constatons que SAIDAL est destructeur de valeur de 2001 à 2012 puisque le rapport capitalisation boursière/fonds propres demeure inférieur à 1 sur toute cette période. Néanmoins, durant les années 1999 et 2000, le MTB est égal respectivement à 01,07 et 01,20; traduisant ainsi la valeur que le groupe a pu ajouter aux fonds apportés par les actionnaires d'une part, et d'autre part, l'optimisme des investisseurs voire du marché à la première année de la cotation.

Au travers l'indicateur de MTB, nous constatons que l'évaluation par le marché ne traduit pas la valeur réelle du groupe. Si le groupe ne crée pas de richesse d'un point de vue externe, au niveau interne les résultats gagnent en signification, du moins pour certains exercices comptables.

Suivant les indicateurs de la rentabilité totale pour l'actionnaire (TSR), market value added (MVA) et market to book (MTB), SAIDAL fait perdre de la valeur boursière à ses actionnaires. En effet, le groupe a pu réaliser seulement deux années de MVA positive et de MTB supérieur à 01. A l'appui de cette analyse, le groupe SAIDAL ne génère pas de la valeur sur le marché financier sur toute la période de l'étude bien qu'il en génère au niveau interne pour la période allant de 2006 à 2009. Cela n'est que le résultat d'une évaluation qui s'éloigne de la réalité de l'entreprise et de ce fait ne s'appuie pas sur les performances internes de celle-ci.

2/ L'investissement et la valeur boursière : cas de Saidal

Il y a création de valeur boursière lorsque la valeur du marché des capitaux propres investis est supérieure à leur coût de mise en œuvre, voire à leur valeur comptable. Même si l'entreprise est créatrice (destructrice) de valeur sur le plan interne, elle peut appauvrir (enrichir) ses actionnaires par sa valeur boursière. Parmi les facteurs influençant cette dernière, les résultats qui ressortent de la gestion, voire de l'activité interne de l'entreprise. Ceci envoie un signal au marché financier sur lequel réagissent les investisseurs à toute action stratégique entreprise. Toute réaction positive entraîne une augmentation du cours boursier, favorisant ainsi les actionnaires. Selon les postulats théoriques avancés dans la présente recherche, l'investissement est l'un des leviers stratégiques entraînant le cours boursier à la hausse. Partant de ce constat, tout recours à l'investissement devrait augmenter le prix de l'action et donc assurer la performance boursière. Qu'en est-il du cas de SAIDAL ?

La comparaison de l'évolution des indicateurs de mesure de la valeur boursière à celle des taux d'investissement révèle une réaction négative du marché sur toute la période de l'étude, quant à toute variation à la hausse ou à la baisse des taux d'investissement. En revanche, durant l'année de la cotation (1999) où les rapports investissement total/chiffre d'affaires et investissement total/actif total ont atteint respectivement 107,03% et 47,87%, les indices de MVA et MTB sont positifs. Durant la première année de cotation 1999, le groupe SAIDAL est créateur de valeur externe

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

indiquant une bonne réaction du marché suite à des taux d'intensité capitalistique et d'investissement relativement élevé. Par ailleurs, sur le plan interne et pour la même année (1999), le groupe est destructeur de valeur quel que soit l'indicateur de mesure retenu : EVA négative et indice de valeur inférieur à 100%. Dès lors, nous considérons que le groupe SAIDAL a pu enrichir ses actionnaires en 1999 (l'année de la cotation) par ses performances boursières. Ceci indique que la performance boursière et l'évaluation externe ne dépendent pas exclusivement des performances internes. Il en est de même pour l'année 2000, durant laquelle le groupe crée de la valeur d'un point de vue externe mais à laquelle ne correspond aucune valeur interne.

La création de valeur boursière, constatée en 1999 et 2000, ne permet pas de valider à elle seule l'hypothèse selon laquelle l'investissement influence positivement la valeur boursière. Ceci étant, le groupe SAIDAL n'assure pas l'enrichissement de ses apporteurs de fonds (actionnaires) par la bourse ou sur le plan externe, et ce quelle que soit la stratégie d'investissement adoptée sur le plan interne. Le marché boursier semble être indifférent suite à tout événement se produisant au niveau interne.

3/ La décision de financement et la valeur boursière : cas de Saïdal

D'un point de vue externe, le recours à l'endettement ne semble pas impacter la création de valeur boursière. En effet, la période durant laquelle le groupe SAIDAL a fait plus appel à l'endettement se caractérise par une destruction de valeur externe. Aucun indicateur de mesure n'est positif sur toute cette période. Ainsi, à tous les taux de dettes atteint de 2001 à 2009 et de 2010 à 2012, ne correspond aucune valeur externe positive. Qu'il s'agisse d'une variation à la hausse ou à la baisse de ces taux, soit une variation de 42,86% à 58,28%, la réaction du marché reste négative, faisant ainsi subir des pertes colossales aux actionnaires du groupe. En valeur monétaire, ces pertes varient approximativement entre un milliard et huit milliards de dinar sur la période allant de 2001 à 2009 et de six à huit milliards entre 2010 et 2012. En revanche, l'observation de MVA positive et MTB supérieur à 01 durant l'année de cotation et l'année 2000, nous laisse appréhender une création de valeur boursière suite à une augmentation du taux de la dette (le taux passe de 31,63% à 40,11% entre 1999 et 2000). Tenant compte de notre hypothèse de départ, selon laquelle toute augmentation de dette est accompagnée d'une réaction positive du marché, ce résultat révèle un effet paradoxal de l'endettement sur la création de valeur boursière.

L'indicateur de la rentabilité totale pour l'actionnaire (TSR), en le comparant au coût des fonds propres, s'avère positif sur trois ans. Il indique une création de valeur externe, de l'année n par rapport à l'année n-1, en termes de plus value en capital et de dividendes. Ces résultats sont non significatifs, tout comme ceux concernant le market value added (MVA) et market to book (MTB) d'un point de vue création de valeur externe, puisqu'ils concernent que quelques années de rendement boursier soit : trois ans de TSR positif, deux années de MVA positive et de MTB supérieur à 01. De plus, ces indicateurs n'évoluent pas de manière significativement différente durant toute la période de l'étude.

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

En conséquence, au regard de la faiblesse de ces différents résultats et bien que certains d'entre eux révèlent une performance boursière sur quelques années, l'hypothèse trois, selon laquelle la politique de financement influence positivement la valeur boursière de l'action est rejetée. Ainsi, s'agissant du cas de SAIDAL, les postulats posés par la théorie notamment d'agence, selon lesquels il y a une forte liaison et association entre la politique de financement et la réaction positive du marché financier, semblent être invalidés quel que soit l'indicateur de mesure retenu.

4/ Gouvernance et valeur boursière : cas de l'E.G. H. EL Aurassi

En analysant la réaction du marché financier par la comparaison des indicateurs de mesure de la valeur externe retenus, nous constatons une différence marquante entre les résultats de l'indicateur de la rentabilité totale pour l'actionnaire (TSR) et ceux de market value added et market to book. En effet, de la période allant de 2000 à 2009, l'indicateur TSR révèle deux années de destruction de valeur: 2001 et 2002. Ayant connu une variation à la baisse du cours boursier durant cette période (de 290,00 DA à 240,00 DA), l'E.G.H AURASSI n'a pas pu enrichir ses actionnaires ni en capital, ni en dividendes. Quant à la période allant de 2003 à 2009, elle s'avère propice pour les actionnaires car l'AURASSI a pu dégager sept ans de TSR positif, variant entre 11,11% et 43,33% ; et ce grâce d'une part à la progression continue du cours boursier qui a atteint respectivement 260,00 DA ; 275,00 DA ; 300,00 DA ; 385,00 DA ; 410,00 DA et 450,00 DA de 2003 à 2009, et d'autre part, à la progression dans le même sens des dividendes versés, soit une variation à la hausse allant de 30,00 DA à 50,00 DA entre 2003 et 2009. La comparaison de TSR au coût des capitaux propres met en évidence l'enrichissement de l'actionnaire d'une année à l'autre à partir de l'année 2003 jusqu'à 2009, et deux années de destruction de valeur d'un point de vue externe entre 2001 et 2002. Cela est dû, principalement, au TSR dont la valeur couvre et compense largement le coût des capitaux propres entre 2003 et 2009. De la période allant de 2010 à 2012, l'indice TSR révèle encore deux années de destruction de valeur : 2010 et 2012. Quant à l'année 2011, l'Aurassi enregistre un TSR positif, indiquant la perception positive des investisseurs suite aux travaux entamés durant la même année.

Par ailleurs, les résultats des tableaux traitants du niveau de MVA et MTB n'aboutissent pas aux mêmes conclusions que celles de TSR. Concernant l'indicateur de MVA, l'AURASSI est destructeur de valeur boursière de 2001 à 2012, car la capitalisation boursière représentant l'évaluation du marché est inférieure aux capitaux propres estimés à leur valeur comptable. Quant à l'année de la cotation (2000), l'AURASSI a pu seulement et uniquement pour cette année, ajouter de la valeur aux capitaux initialement investis par les actionnaires. En valeur monétaire la plus-value réalisée est de 227 746 484,00 DA. Ceci ne traduit que l'optimisme du marché au début de la cotation. D'un point de vue externe, le patrimoine de l'AURASSI est sous-estimé comparativement à sa valeur réelle voire interne. En effet, la progression continue et perpétuelle des capitaux propres (soit une variation allant de 1 971 676 113,00 DA en 2001 à 4 218 597 857,46 DA en 2009) n'est pas reflétée dans le cours boursier, voire la capitalisation boursière. Bien que cette dernière ait connu aussi de façon croissante une progression sur toute la période allant de 2003 à 2009, elle demeure inférieure à la

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

situation nette réelle de l'entreprise. Il en est de même pour les années 2010, 2011 et 2012 ; où la capitalisation boursière s'avère inférieure à la valeur des fonds propres.

L'indicateur de market value added (MVA) révèle douze années de destruction de valeur boursière et une année de création de valeur boursière sur treize ans, indiquant de ce fait la réaction négative du marché quant à la cotation et ses conséquences sur la gestion interne de l'AURASSI. Dès lors, nous constatons que la cotation de l'E.G.H AURASSI ne semble pas impacter la création de valeur d'un point de vue externe.

Les résultats de l'indicateur market to book (MTB) ne révèlent en aucun cas une différence significative et marquante avec ceux de market value added (MVA), étant donné que le MTB est la traduction en pourcentage et en ratio de MVA. Aucune contradiction n'est observée entre ces deux indicateurs en termes de création ou destruction de valeur boursière. En effet, à l'instar de MVA; le MTB est inférieur à 01 sur toute la période allant de 2001 à 2012, indiquant ainsi une situation de destruction de valeur boursière. Quant à l'année de cotation (2000), l'indicateur est égal à 01,11.

L'AURASSI a ainsi créé une valeur de 01,11 aux capitaux propres des actionnaires soit en valeur monétaire 2 220 000 000,00 DA. Si de 2001 à 2009, la progression de façon continue des capitaux propres (grâce à la bonne gestion, aux activités internes, aux résultats positifs réalisés, ...etc.) ne semble pas impacter positivement la réaction du marché, les résultats observés en 2000 (année de cotation) gagnent en signification. Ainsi, ils traduisent l'optimisme des investisseurs. Si l'on compare les résultats de MTB à ceux de MVA, nous ne constaterons aucune différence. Selon le MTB, l'E.G.H AURASSI réalise douze ans de destruction et une année de création de valeur boursière sur treize ans. A l'appui de cette analyse, le nouveau système de gouvernance induit par l'admission à la cote ne semble pas influencer la perception et l'avis des investisseurs. Dès lors, l'hypothèse selon laquelle la gouvernance a un impact positif sur la création de valeur boursière est invalidée par le cas de l'E.G.H.EL. AURASSI.

5/ Investissements et valeur boursière : cas de l'Aurassi

La réaction du marché quant aux variables explicatives de la décision d'investissement diffère selon les indicateurs de mesure de la valeur externe à savoir : TSR, MVA et MTB. En effet, la comparaison de l'évolution de l'indicateur de la rentabilité totale pour l'actionnaire (TSR) à celle des taux d'intensité capitalistique et d'investissement révèle que quatre années de réaction négative du marché (2001, 2002, 2010 et 2012), voire de destruction de valeur boursière d'une part, et d'autre part, huit ans de création de valeur externe (de 2003 à 2009 et en 2011). Confirmant ainsi l'hypothèse selon laquelle l'investissement représenté par les variables de taux d'intensité capitalistique et d'investissement influence positivement la perception et la réaction des investisseurs. Cependant, cette hypothèse n'est pas décelable par les indicateurs de market value added et market to book. Ces derniers révèlent une destruction de valeur de 2001 à 2009 et de 2010 à 2012, quelle que soit la variation des taux d'intensité capitalistique et d'investissement. Qu'il s'agisse d'une variation à la hausse ou à la baisse de ces derniers, le MVA et MTB sont respectivement négatif et

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

inférieur à 01. Il y a une différence significativement importante entre les résultats de TSR, de MVA et MTB quant à la réaction du marché, suite aux choix stratégiques adoptés notamment en termes d'investissement.

En revanche, si les résultats de l'indicateur de TSR diffèrent avec ceux de MVA et MTB de 2003 à 2009 et en 2011, ils s'avèrent similaires et ne révèlent aucune contradiction pour 2001, 2002, 2010 et 2012. En effet, en 2001 et 2002, la variation à la baisse des taux de l'intensité capitalistique soit de 312,99% à 252,76% et de l'investissement de 72,21% à 64,46% a engendré une réaction négative de la part des investisseurs. En 2010 et 2012, la réaction du marché reste négative pour des taux de l'intensité capitalistiques et d'investissement élevés. Néanmoins durant l'année 2000, les taux d'intensité capitalistique et d'investissement qui étaient respectivement de 337,70% et 72,51% ; ont fait réagir positivement le marché.

En se référant aux résultats de cette analyse, nous déduisons deux conclusions tout à fait contradictoires. Selon le TSR, les variables explicatives de la décision d'investissement influencent positivement la création de valeur d'un point de vue externe mais selon MVA et MTB, ces variables n'ont aucun impact positif sur la valeur boursière.

L'hypothèse selon laquelle l'investissement est source de création de valeur boursière semble être invalidée par le cas de l'E.G.H.EL AURASSI puisque sur les trois indicateurs de mesure retenus (TSR, MVA et MTB), il n'y a que le TSR qui valide cette hypothèse. Or, naturellement un seul indicateur tel que le TSR ne peut pas valider à lui seul une telle hypothèse. Car le TSR est un indicateur qui mesure l'évolution du cours boursier de l'année n-1 à l'année n, voire la richesse de l'actionnaire en capital d'une part et la part de dividende attribuée en année n d'autre part. En termes de création de valeur d'un point de vue externe, sa signification est faible comparativement aux indicateurs de MVA et MTB. Lesquelles comparent directement l'évaluation du marché (capitalisation boursière) à la situation réelle et interne de l'entreprise (capitaux propres). Compte tenu de ces différents résultats, en particulier de leur caractère significatif pour les deux indicateurs de mesure : market value added (MVA) et market to book (MTB), et bien que la réaction positive du marché observée au travers l'indicateur de rentabilité totale pour l'actionnaire (TSR) s'explique davantage par l'évolution positive du cours boursier d'une année à l'autre (richesse en capital), l'hypothèse deux est rejetée pour le cas de l'E.G.H.EL AURASSI.

A l'appui de ce qui précède, cette conclusion s'oppose à celle dégagée par d'autres études empiriques selon lesquelles l'investissement demeure l'assise de la performance boursière.

6/ Politique de financement et valeur boursière : cas de l'Aurassi

En termes de politique de financement, l'E.G.H.EL AURASSI ne compte pas exclusivement sur ses propres moyens. Elle fait appel à d'autres sources externes de financement. Il s'agit des dettes dont le taux varie entre 39,33% et 70,11% sur toute la période de l'étude. Selon notre hypothèse, toute variation à la hausse de la dette fait

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

réagir positivement le marché. Or, le tableau traitant de l'évolution du taux de la dette révèle une variation de ce taux tantôt à la hausse, tantôt à la baisse mais à laquelle ne correspond aucune réaction positive du marché, faisant ainsi subir des pertes colossales aux actionnaires. En valeur monétaire, ces pertes progressent d'une façon croissante, de 351 676 113,00 à 1 518 597 857,46 DA entre 2001 et 2009. Et de 247 475 359,66 DA à 1 739 775 714,60 DA de 2010 à 2012. Cette situation est observée au travers les indicateurs de MVA et MTB sur la période allant de 2001 à 2012.

La seule création de valeur d'un point de vue externe observée au travers ces indicateurs (MVA et MTB) remonte à l'année de la cotation. Quant à l'indice de TSR, il révèle une création de valeur boursière de 2003 à 2009 et en 2011. Cela ne peut en aucun cas valider l'hypothèse selon laquelle il y a une relation positive entre le recours à l'endettement et la valeur boursière, car la variation positive de l'indicateur de TSR concerne aussi bien les années durant lesquels le taux de la dette vari à la hausse que celles durant lesquelles ce taux vari à la baisse. Ceci rend les résultats obtenus non significatifs. De plus, la réaction positive du marché observée, au travers le TSR sur huit ans et les ratios MVA et MTB sur une année, ne valide pas l'hypothèse selon laquelle l'endettement influence positivement la valeur externe de l'action.

Toutes les hypothèses de notre recherche concernant les facteurs qui compte parmi les leviers stratégiques de la valeur externe à savoir : la gouvernance, l'investissement et la politique de financement sont rejetées et semblent invalidés par le cas de l'AURASSI.

Au regard de ces résultats, la valeur boursière ne semble pas être influencée exclusivement par la situation interne, voire la performance interne de l'entreprise. En effet, les cas de SAIDAL et de l'AURASSI révèlent une destruction de valeur boursière sur toute la période de l'étude y compris les années durant lesquelles ces entreprises ont pu enrichir leurs actionnaires au niveau interne, en réalisant des économies value added (EVA) positives et des indices de valeur supérieurs à 01.

Naturellement, la performance interne observée au travers les indicateurs de l'EVA et l'IV devrait impacter la perception des investisseurs, entraînant ainsi leur réaction à la hausse. Etant donné que l'EVA et l'IV reflètent en grande partie le résultat des actions stratégiques notamment d'investissement et de financement, leur variation à la hausse devrait jouer un rôle prépondérant et déterminant dans l'évolution positive de la valeur boursière. Or, les résultats des cas de SAIDAL et de l'E.G.H.EL AURASSI réalisés jusqu'ici s'opposent à ce constat, tout comme à plusieurs études empiriques.

Avant de conclure ce chapitre, nous résumons les résultats ci-dessus dans le tableau qui suit :

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Tableau n°38 : « Récapitulatif sur la valeur boursière »

Entreprise – groupe cotés	Indicateurs de mesure et valeur externe (boursière)		
	Rentabilité totale pour l'actionnaire (TSR)	Market value added (MVA)	Market to book (MTB)
G. SAIDAL	En termes de rentabilité totale pour l'actionnaire (TSR), le groupe a pu enrichir ses actionnaires en réalisant sept années de TSR positif, mais ceci n'est valable que si l'on compare cet indicateur au coût des capitaux propres. En effet, la comparaison de TSR au rendement minimum exigé par les actionnaires révèle que trois années de TSR positif. Ceci indique l'incapacité du groupe à compenser la rémunération exigée par ses actionnaires (19%), excepté les années 2006, 2010 et 2011 où le TSR couvre largement le coût des capitaux propres qui est de 19%. Au travers le TSR, aucune création de valeur n'est observée par la performance boursière. Les hypothèses de recherche sont rejetées.	Au travers l'indicateur de MVA, le groupe est destructeur de valeur boursière sur presque toute la période de l'étude, en réalisant douze années de MVA négative. Faisant ainsi subir aux actionnaires des pertes colossales. En valeur monétaire, ces pertes progressent d'une façon continue, de 1 028 080 849 DA à 8 546 506 012,30 DA sur presque toute la période de l'étude ; à l'exception des années 1999 et 2000 où le groupe a pu enrichir ses actionnaires de plus de 500 millions de dinars. Deux années de MVA positive ne peuvent pas valider à elles seules les hypothèses de notre recherche portant sur la valeur boursière.	Etant le rapport entre la capitalisation boursière et les capitaux propres estimés à la valeur comptable, l'indice de MTB ne révèle aucune différence significative avec celui de MVA. En effet, le groupe est destructeur de valeur sur plusieurs années et créateur de valeur sur seulement deux années en réalisant deux MTB supérieurs à 01.
E.G.H.EL AURASSI	Au travers le TSR, l'AURASSI est créateur de valeur d'un point de vue externe sur huit ans et destructeur de valeur seulement sur quatre ans. En comparant ce taux au coût des capitaux propres, l'AURASSI couvre largement le coût de ces capitaux et y ajoute de la valeur.	Observée au travers la MVA, 227 746 484,00 DA, telle est la richesse que l'AURASSI a pu procurer à ses actionnaires en 2000. De 2001 à 2012, l'AURASSI est destructeur de valeur, faisant ainsi subir des pertes colossales à ses actionnaires, allant de 351 676 113,00 DA à 1 739 775 714.60 DA.	Les résultats de MTB ne s'opposent pas à ceux de MVA. De ce fait, l'AURASSI réalise seulement une année de MTB positif, indiquant une création de valeur ; et douze ans de MTB inférieur à 01, indiquant une destruction de valeur.

Source : nos regroupements d'après les résultats obtenus

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

A l'exception de l'année de la cotation (2000), l'AURASSI est destructeur de valeur d'un point de vue externe. Aucune décision financière de type d'investissement et de financement, prises dans un bon cadre de gouvernance, ne semble influencer la création de valeur boursière. Sur toute la période suivant la cotation (à partir de 2000) les indicateurs de mesure (MVA et MTB) sont négatifs, traduisant ainsi la réaction et la perception négative des investisseurs, et ce quelle que soit la variation (à la hausse ou à la baisse) des variables explicatives des décisions d'investissement et de financement. La valeur boursière semble peu affectée par ces décisions puisque les évolutions apparaissent relativement erratiques et, en tout état de cause non significatives, qu'il s'agisse des variables d'investissement ou de financement. Dès lors, les hypothèses selon lesquelles la gouvernance, l'investissement et la politique de financement ont un impact positif sur la valeur boursière, sont invalidées par le cas de l'AURASSI. Ceci nous laisse appréhender que la gouvernance, l'investissement et la décision de financement ne fassent plus partie des leviers stratégiques de création de valeur boursière concernant le cas de l'AURASSI. Les résultats sont en retrait par rapport à ceux de nombreuses études empiriques.

Conclusion du chapitre

La seule conclusion qui semble pouvoir être dégagée sur le lien entre les décisions financières de type d'investissement et de financement et la valeur boursière concernant les cas de SAIDAL et l'AURASSI, est que la variation de la valeur boursière à la hausse ou à la baisse ne dépend guère de ces décisions relevant de la gestion interne de ces entreprises. Sur toute la période de l'étude et selon les années, alternativement, la tendance est tantôt à la hausse, tantôt à la baisse des variables explicatives de la création de valeur (taux d'intensité capitalistique, d'investissement et de dette) sans qu'il soit permis de mettre en évidence une quelconque influence positive sur la valeur boursière. En effet, au regard des résultats empiriques de notre étude et sur la base de la valeur comptable des capitaux propres des actionnaires, le groupe SAIDAL et l'E.G.H.ELAURASSI ne créent pas de la valeur aux capitaux investis par leurs actionnaires sur le plan externe, voire par leurs performances boursières, alors qu'elles avaient pu enrichir leurs actionnaires sur le plan interne pour quelques années de l'étude (quelques années d'EVA et d'IV positifs). Même si elles sont créatrices de valeur par leur performance interne, elles ne le sont pas par leur performance boursière. Cela dit, la performance interne de l'entreprise n'est pas un facteur exclusivement déterminant de la valeur boursière. L'évolution de cette dernière semble être impactée par d'autres facteurs beaucoup plus externes plutôt qu'internes à ces entreprises. Par ailleurs, approfondir l'étude de lien entre gouvernance, décision d'investissement, de financement et la création de valeur qu'elle soit intrinsèque ou boursière, en procédant à l'étude de la corrélation entre leurs variables explicatives s'impose. De plus et étant donné que les décisions d'investissement et de financement représentent l'assise de la création de valeur intrinsèque d'une part, et influencent la perception des investisseurs voire la création de valeur boursière d'autre part, le recours à la corrélation entre ces variables nous semble crucial pour mieux comprendre la problématique de notre recherche. L'intensité de la liaison entre les variables explicatives retenues et les valeurs intrinsèques et boursières fera l'objet du chapitre qui suit.

Chapitre III

Contribution à la liaison entre les
décisions financières et les valeurs
intrinsèques et boursières de l'action.

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

Introduction du chapitre

Les décisions d'investissement et de financement constituent les principaux leviers créateurs de valeur car la richesse ne peut être générée que par des investissements réels, nécessitant de ce fait la mobilisation de ressources financières.

C'est grâce à un bon encadrement de l'équipe dirigeante, voire à une bonne gouvernance que ces décisions se prennent dans une optique de création de valeur. Ainsi, la gouvernance, décisions d'investissement et de financement sont des leviers indissociables.

Toute décision allant de pair avec l'objectif de création de valeur se répercute positivement sur le résultat comptable de l'entreprise. Lequel influence significativement les indicateurs de mesure de la valeur intrinsèque. D'ailleurs, ces indicateurs de mesure sont riches en termes d'information, puisqu'ils expliquent que la performance interne de l'entreprise est fonction de la rentabilité des investissements et de l'optimisation de l'utilisation des ressources. Ils sont même considérés comme des indicateurs de gouvernance. Dès lors, tout indicateur publié fait réagir le marché boursier sur lequel est cotée l'entreprise. De ce fait, la pertinence de l'information comptable est jugée plus qu'indispensable pour une estimation juste de la valeur externe de l'action. Dans la mesure où les états financiers fournissent une information utile aux investisseurs, toute publication comptable devrait entraîner une réaction appréciable des cours boursiers (Dumontier, 1999). De ce point de vue, les états financiers produits par le système comptable peuvent constituer un bon substitut de réévaluation de l'entreprise par les marchés financiers et fournir ainsi des indicateurs de création de valeur ^{«175»}.

Dans le contexte du marché efficient, la liaison entre la valeur interne et externe de l'action est très évidente puisque l'information est supposée parfaite. Ainsi, les leviers étant à la base de création de valeur au niveau interne influent et se répercutent automatiquement sur la valeur externe ou boursière de l'action. Cette liaison est observée sur le marché boursier à travers la réaction des cours boursiers suite à la publication des informations comptables. Ces dernières constituent donc un moyen de communication crucial et un facteur déterminant de la valeur boursière pour les entreprises cotées.

L'étude de l'impact des décisions d'investissement et de financement sur la création de valeur au niveau interne puis externe vise d'une part, à déterminer et expliquer la création de valeur intrinsèque à partir des leviers et des choix stratégiques qui ressortent de l'activité interne de l'entreprise et, d'autre part, à expliquer la création de valeur externe à partir de la réaction du marché boursier à l'annonce des indicateurs de valeur intrinsèque, dépendant fortement du résultat des variables qui se trouvent au cœur de la gestion de l'entreprise.

¹⁷⁵ Monique Lacroix, Stefano Zambon, Op. Citée, Page 65.

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

Logiquement, les valeurs internes et externes sont étroitement liées étant donné que les attentes des investisseurs sur le marché boursier sont fortement influencées par les indicateurs qui résultent de l'activité interne de l'entreprise. D'un point de vue stratégique, la liaison entre ces deux valeurs est mesurée à travers l'étude des corrélations entre leurs indicateurs respectifs (EVA, MVA) d'une part, et entre les indicateurs de leurs variables explicatives (taux d'investissement, d'endettement) d'autre part.

L'objectif de ce chapitre est l'étude de l'intensité de la relation d'abord entre les choix stratégiques adoptés et la création de valeur interne et externe de l'action, puis entre les valeurs intrinsèques et boursières, en se référant aux résultats portant sur leurs indicateurs de mesure et leurs variables explicatives étudiés aux chapitres précédents (EVA, MVA, taux d'investissement et taux d'endettement).

Afin de répondre à cet objectif, le chapitre sera scindé en trois sections. La première traite de la corrélation entre décision d'investissement et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action. L'objectif est d'étudier le pouvoir explicatif du niveau d'investissement dans la détermination des deux valeurs de l'action.

La deuxième traite de la corrélation entre décision de financement et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action, dont l'objectif est d'évaluer le pouvoir explicatif de cette décision dans l'estimation de la valeur aussi bien au niveau interne qu'externe.

Et la troisième section traite de la corrélation entre la valeur intrinsèque et la valeur boursière, dont l'objectif principal est de déterminer à quel degré la valeur qui ressort des actions stratégiques et internes de l'entreprise est conforme à celle que l'on peut observer sur le marché boursier.

Section 1 : Corrélation décision d'investissement – valeur intrinsèque (EVA) – valeur boursière (MVA).

L'investissement est le principal levier de création de valeur. Il est considéré ainsi dans la mesure où il permet à l'entreprise non seulement de couvrir ses dépenses ou de compenser le coût des ressources, mais aussi de réaliser un surplus au-delà du rendement exigé sur les capitaux investis pour y parvenir. Son influence sur le résultat et les indicateurs de mesure de la valeur intrinsèque est considérable.

L'investissement permet d'expliquer en grande partie l'origine de la valeur. En effet, les indicateurs de mesure de valeur intrinsèque utilisés dans le présent travail illustrent bien l'apport des actions internes à la valeur. Ainsi, une entreprise dont le rendement de ses investissements est supérieur au coût de leur financement ajoute de la valeur aux capitaux investis et apportés par les actionnaires.

L'objectif de cette section est de montrer l'existence d'un lien entre le recours à l'investissement et la création de valeur intrinsèque et boursière. Tout recours à l'investissement devrait créer de la richesse. La corrélation entre ces variables permet

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

d'évaluer le pouvoir explicatif de la variable investissement quant à l'objectif de la valeur. Y a-t-il un lien statistique entre l'augmentation des taux d'investissement et la création de valeur intrinsèque et boursière ?

Le lien entre ces deux variables a fait l'objet de plusieurs études. Parmi elles, l'étude de Lev et Thiagarajan ^{«176»} qui ont tenté d'expliquer le lien, non seulement entre les indicateurs de rentabilité (résultat courant, marge brute,...) et la valeur de l'action, mais aussi entre les investissements et la valeur de l'action. Ils constatent que 30% de l'évaluation boursière est expliquée par l'ensemble des indicateurs utilisés.

Plusieurs modèles permettent d'étudier et de vérifier l'existence de ce lien. Nous avons, pour notre part, retenu le modèle des moindres carrés. Suivant ce modèle, il peut y avoir une corrélation positive ou négative entre deux variables. Cette corrélation est positive lorsque la variation des deux variables est dans le même sens et négative lorsque cette variation est de sens contraire.

Dans une perspective de corrélation, les variables indépendantes sont représentées par les variables explicatives de la création de valeur intrinsèque ou par les variables d'investissement (Ratio d'investissement) et de financement (taux de la dette). Les variables dépendantes ont été opérationnalisées par des valeurs comptables et de marché. Il s'agit respectivement des indicateurs de mesure de la valeur intrinsèque et boursière : EVA et MVA. De ce fait, les variables dépendantes voire les variables à expliquer (EVA, MVA) sont représentées par la variable y_i , et les variables indépendantes c'est-à-dire les variables explicatives (investissement, financement) sont représentées par la variable x_i .

Nous considérons dans un premier temps, le premier couple de variables statistiques (taux d'investissement, EVA), et dans un second, le deuxième couple de variables statistiques (taux d'investissement, MVA), et ce pour mesurer l'intensité de la liaison linéaire entre ces variables.

1/ L'intensité de liaison linéaire entre le premier couple de variables statistiques : taux d'investissement–Economic value added (EVA) (Saidal – Aurassi)

Avant de procéder à l'étude de cette liaison, nous rappelons d'abord les grandes lignes de calcul du coefficient de corrélation par la méthode des moindres carrés.

1-1/ Rappel sur le calcul du coefficient de corrélation par la méthode des moindres carrés.

Le coefficient de corrélation noté r est un nombre qui mesure l'intensité de la liaison linéaire entre deux variables observées. Ce coefficient est donné par le rapport suivant ^{«177»} :

¹⁷⁶ Jean Gervais Missie, Op. Citée, Page 53.

¹⁷⁷ Jean Gervais Missie, Op. Citée, Page 150.

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

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

Avec les notations suivantes :

n : la durée

x_i : la variable à expliquer

y_i : la variable explicative

Tout au long de ce chapitre, nous utiliserons cette formule pour mesurer le lien et la liaison entre les indicateurs de création de valeur (EVA, MVA) et les principaux leviers créateurs de valeur à savoir : la politique d'investissement et de financement.

1-2/ Corrélation entre taux d'investissement – Economic value added.

Suivant la formule du coefficient de corrélation r , les valeurs de l'économie value added et de taux d'investissement sont respectivement notées par x_i et y_i . Afin de simplifier nos calculs, l'indicateur de l'économie value added (EVA) est divisé en milliards. Ainsi, les montants concernant l'EVA dans le tableau qui suit sont en milliards de dinars. Nous commençons par le cas de SAIDAL, puis de l'E.G.H.EL AURASSI.

Tableau n°39 : « Corrélation, Investissement total/Actif total et EVA du groupe SAIDAL

Concernant le taux d'investissement, nous utilisons d'abord le rapport investissement total/actif total, puis le rapport investissement total/chiffre d'affaires. En effet, l'objectif est de mesurer la corrélation entre l'EVA et les deux variables explicatives de la décision d'investissement.

L'objectif du tableau ci-dessous est de mesurer le degré de la contribution de l'investissement à la création de valeur intrinsèque (EVA), autrement dit, à quel degré l'investissement explique la création de valeur intrinsèque (EVA).

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

Années	EVA (x _i)	Taux d'investissement (y _i)	x _i y _i	x _i ²	y _i ²
1998	-48,55	55,65	-2 701,80	2 357,10	3 096,92
1999	-41,30	47,87	-1 977,03	1 705,69	2 291,53
2000	-61,78	43,73	-2 701,63	3 816,76	1 912,31
2001	-40,93	40,11	-1 641,70	1 675,26	1 608,81
2002	-48,84	33,93	-1 657,14	2 385,34	1 151,24
2003	-09,16	32,35	-296,326	83,90	1 046,52
2004	15,02	33,24	499,26	225,60	1 104,89
2005	-30,96	34,67	-1 073,38	958,52	1 202,00
2006	02,20	32,51	71,52	04,84	1 056,90
2007	11,71	29,66	347,31	137,12	879,71
2008	53,18	29,24	1 554,98	2 828,11	854,97
2009	125,22	31,35	3 925,64	15 680,04	982,82
2010	-72,00	46,76	-3 366,72	5 184	2 186,49
2011	-09,65	40,91	-394,78	93,12	1 673,62
2012	-40,55	38,15	-1 546,98	1 644,30	1 455, 42
somme	-196, 39	570,13	-10 958,77	38 779,7	22 511,15

Source : nos regroupements d'après les résultats du chapitre 4.

Avec taux d'investissement $y_i = \frac{\text{Investissement total}}{\text{Actif total}}$

$$r = \frac{n\epsilon x_i y_i - (\epsilon x_i)(\epsilon y_i)}{\sqrt{n\epsilon x_i^2 - (\epsilon x_i)^2} \times \sqrt{n\epsilon y_i^2 - (\epsilon y_i)^2}} \quad \text{d'où :}$$

$$r = \frac{15 \times (-10 958,77) - (-196,39)(570,13)}{\sqrt{(15 \times 38 779,7) - (-196,39)^2} \times \sqrt{(15 \times 22 511,15) - (570,13)^2}}$$

$$r = \frac{-164 381,55 - (-111 967,83)}{\sqrt{581 695,5 - 38 569,03} \times \sqrt{337 667,25 - 325 048,21}}$$

$$r = \frac{-52 413,72}{\sqrt{543 126,47} \times \sqrt{12 619,04}} = \frac{-52 413,72}{736,97 \times 112,33}$$

$$r = \frac{-52 413,72}{82 783,84} = -0,63 \rightarrow r^2 = (-0,63)^2 = 39,69\%$$

Au travers ce coefficient, nous constatons que le taux d'investissement est négativement corrélé à l'EVA et il n'explique que 39,69% de sa variation.

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

Tableau n°40 : « Corrélation investissement total/chiffre d'affaires et EVA du groupe SAIDAL ».

Années	EVA (x _i)	Taux d'intensité capitalistique (y _i)	x _i y _i	x _i ²	y _i ²
1998	-48,55	123,58	-5 999,80	2 357,10	15 282,01
1999	-41,30	107,03	-4 420,33	1 705,69	11 455,42
2000	-61,78	112,81	-6 969,40	3 816,76	12 726,09
2001	-40,93	81,74	-3 345,61	1 675,26	6 681,42
2002	-48,84	64,77	-3 163,36	2 385,34	4 195,15
2003	-09,16	64,07	-586,88	83,90	4 104,96
2004	15,02	65,64	-985,91	225,60	4 308,60
2005	-30,96	73,69	-2 281,44	958,52	5 430,21
2006	02,20	63,89	140,55	04,84	4 081,93
2007	11,71	54,76	641,23	137,12	2 998,65
2008	53,18	54,41	2 893,52	2 828,11	2 960,44
2009	125,22	73,43	9 194,90	15 680,04	5 391,96
2010	-72,00	105,61	-7 603,92	5 184	11 153,47
2011	-09,65	82,64	-797,47	93,12	6 829,36
2012	-40,55	82,43	-3 342,53	1 644,30	6 794,70
somme	-196,39	1 210,5	-26 626,45	38 779,7	104 394,37

Source : nos regroupements d'après les résultats du chapitre 4.

En se référant à la formule du coefficient de corrélation r et en remplaçant chacune de ses variables, on obtient :

$$r = \frac{15 \times (-26\,626,45) - (-196,39)(1\,210,5)}{\sqrt{(15 \times 38\,779,7) - (-196,39)^2} \times \sqrt{(15 \times 104\,394,37) - (1\,210,5)^2}}$$

$$r = \frac{-399\,396,75 + 237\,730,09}{\sqrt{581\,695,5 - 38\,569,03} \times \sqrt{1\,565\,915,55 - 1\,465\,310,25}}$$

$$r = \frac{-399\,396,75 + 237\,730,09}{\sqrt{543\,126,47} \times \sqrt{100\,605,3}}$$

$$r = \frac{-161\,666,66}{736,97 \times 317,18} = \frac{-161\,666,66}{233\,754,63} = 0,69 \rightarrow r^2 = 47,61\%$$

Ce résultat confirme le postulat théorique, avancé par plusieurs auteurs, selon lequel l'intensité capitalistique est négativement corrélée à la création de valeur intrinsèque à court terme.

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

Tableau n°41 : « Corrélation investissement total/actif total et EVA de l'E .G.H-ELAURASSI ».

Rappelons que la variable x_i représentant la valeur d'EVA est en milliards de dinars et que la variable y_i représente le rapport investissement total/actif total.

Années	EVA (x_i)	Taux d'investissement (y_i)	$x_i y_i$	x_i^2	y_i^2
1999	05,78	75,90	438,70	33,40	5 760,81
2000	09,56	72,51	693,19	91,39	5 257,70
2001	15,41	72,21	1 112,75	237,46	5 214,28
2002	23,92	64,46	1 541,88	572,16	4 155,09
2003	25,32	58,75	1 487,55	641,10	3 451,56
2004	38,04	52,20	1 985,68	1 447,04	2 724,84
2005	53,88	47,29	2 547,98	2 903,05	2 236,34
2006	59,43	43,55	2 588,17	3 531,92	1 896,60
2007	36,72	38,14	1 400,50	1 348,35	1 454,65
2008	47,31	34,97	1 654,43	2 238,23	1 222,90
2009	25,56	34,15	872,87	653,31	1 166,22
2010	-07,92	66,52	-526,83	62,72	4 424,91
2011	-90,27	82,15	-7 415,68	8 148,67	6 748,62
2012	44,60	89,22	3 979,21	1 989,16	7 960,20
somme	287,34	832,02	12 360,40	23 897,96	53 674,72

Source : nos regroupements d'après les résultats du chapitre 4.

$$r = \frac{14 \times (-12\,360,40) - (-287,34)(832,02)}{\sqrt{(14 \times 23\,897,96) - (287,34)^2} \times \sqrt{(14 \times 53\,674,72) - (832,02)^2}}$$

$$r = \frac{173\,045,6 - 239\,072,62}{\sqrt{334\,571,44 - 82\,564,27} \times \sqrt{751\,446,08 - 692\,257,28}}$$

$$r = \frac{-66\,027,02}{\sqrt{252\,007,17} \times \sqrt{59\,188,8}} = \frac{-66\,027,02}{502,003 \times 243,287}$$

$$r = \frac{-66\,027,02}{122\,131,047} = -0,54 \rightarrow r^2 = 29,16\%$$

Ce résultat indique que les variables x_i et y_i ne varient pas dans le même sens. Toute variation à la hausse du taux d'investissement entraîne une variation à la baisse de l'EVA. La création de valeur intrinsèque enregistrée par l'Aurassi sur plusieurs années, ne trouve guère son origine dans l'investissement. Ainsi, le pouvoir explicatif de l'investissement est faible, voire insignifiant.

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

Tableau n°42 : « Corrélation investissement total/chiffre d'affaires et EVA de l'EGH-EL-AURASSI ».

Années	EVA (x _i)	Taux d'intensité capitalistique (y _i)	x _i y _i	x _i ²	y _i ²
1999	05,78	416,59	2 407,89	33,40	173 547,22
2000	09,56	337,70	3 228,41	91,39	114 041,29
2001	15,41	312,99	4 961,86	237,46	97 962,74
2002	23,92	252,76	6 046,01	572,16	63 887,61
2003	25,32	228,85	5 794,48	641,10	52 372,32
2004	38,04	187,25	7 122,99	1 447,04	35 062,56
2005	53,88	160,50	8 647,74	2 903,05	25 760,25
2006	59,43	147,66	8 775,43	3 531,92	21 803,47
2007	36,72	133,14	4 888,90	1 348,35	17 726,25
2008	47,31	118,45	5 603,86	2 238,23	14 030,40
2009	25,56	139,53	3 566,38	653,31	19 468,62
2010	-07,92	494,72	-3 918,18	62,72	244 747,87
2011	-90,27	8 336,71	-752 554,81	8 148,67	69 500 733,62
2012	44,60	684,94	30 548,32	1 989,16	469 142,80
somme	287,34	11 951,79	-664 880,72	23 897,96	70 850 287,02

Source : nos regroupements d'après les résultats du chapitre 4.

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

$$r = \frac{14 \times (-664\,880,72) - (-287,34)(11\,951,79)}{\sqrt{(14 \times 23\,897,96) - (287,34)^2} \times \sqrt{(14 \times 70\,850\,287,02) - (11\,951,79)^2}}$$

$$r = \frac{-9\,308\,330,08 - 3\,434\,227,33}{\sqrt{334\,571,44 - 82\,564,27} \times \sqrt{991\,904\,018,28 - 142\,845\,284,20}}$$

$$r = \frac{-12\,742\,557,41}{\sqrt{252\,007,17} \times \sqrt{849\,058\,734,08}} = \frac{-12\,742\,557,41}{502,003 \times 29\,138,61}$$

$$r = \frac{-12\,742\,557,41}{14\,627\,670,85} = -0,87 \rightarrow r^2 = 75,69\%$$

Il y a une corrélation négative entre le rapport investissement total/chiffre d'affaires représentant l'intensité capitalistique et l'EVA. Ceci indique que la variation des deux variables n'ira pas dans le même sens.

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

2/ L'intensité de la liaison entre le deuxième couple de variables statistiques : taux d'investissement – market value added (MVA) : SAIDAL – AURASSI.

Dans ce qui suit, les variables explicatives de la création de valeur intrinsèque (EVA) à savoir : (investissement total/actif total et investissement total/chiffre d'affaires) représentant la politique d'investissement, restent inchangés. La nouvelle variable est la market value added (MVA) notée par x_i et elle est donnée en milliards de dinars.

Tableau n°43 : « Corrélation investissement total/actif total et MVA de SAIDAL ».

Etant donné qu'il s'agit de MVA, on commence la corrélation à partir de la première année de la cotation à savoir l'année 1999.

Années	MVA (x_i)	Taux d'investissement (y_i)	$x_i y_i$	x_i^2	y_i^2
1999	00,51	47,87	24,41	00,26	2 291,53
2000	01,30	43,73	56,84	01,69	1 912,31
2001	-01,02	40,11	-40,91	01,04	1 608,81
2002	-01,25	33,93	-42,41	01,56	1 151,24
2003	-02,11	32,35	-68,25	04,45	1 046,52
2004	-02,65	33,24	-88,08	07,02	1 104,89
2005	-02,58	34,67	-89,44	06,65	1 202,00
2006	-01,90	32,51	-61,76	03,61	1 056,90
2007	-02,81	29,66	-83,34	07,89	879,71
2008	-04,49	29,24	-131,28	20,16	854,97
2009	-08,46	31,35	-265,22	71,57	982,82
2010	-06,58	46,76	-307,68	43,29	2 186,44
2011	-06,64	40,91	-271,64	44,08	1 673,62
2012	-08,54	38,15	-325,80	72,93	1 455,42
somme	-47,22	514,48	-1 694,56	286,20	19 407,23

Source : nos regroupements d'après les résultats des chapitres 4 et 5.

$$r = \frac{14 \times (-1\,694,56) - (-47,22)(514,48)}{\sqrt{(14 \times 286,2) - (-47,22)^2} \times \sqrt{(14 \times 19\,407,23) - (514,48)^2}}$$

$$r = \frac{-23\,723,84 + 24\,293,74}{\sqrt{4\,006,8 - 2\,229,72} \times \sqrt{271\,701,22 - 264\,689,67}}$$

$$r = \frac{569,9}{\sqrt{1\,777,08} \times \sqrt{7\,011,55}} = \frac{569,9}{42,155 \times 83,734}$$

$$r = \frac{569,9}{3\,529,84} = 0,16 \rightarrow r^2 = 02,56\%$$

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

Ce résultat est insignifiant. En effet, il y a une déconnexion entre la valeur boursière et le taux d'investissement. Le marché ne semble pas suivre l'évolution des activités internes du groupe.

Tableau n°44 : « Corrélation investissement total/chiffre d'affaires et MVA de SAIDAL ».

Années	MVA (x _i)	Taux d'intensité capitalistique (y _i)	x _i y _i	x _i ²	y _i ²
1999	00,51	107,03	54,58	00,26	11 455,42
2000	01,30	112,81	146,65	01,69	12 726,09
2001	-01,02	81,74	-83,37	01,04	6 681,42
2002	-01,25	64,77	-80,96	01,56	4 195,15
2003	-02,11	64,07	-135,18	04,45	4 104,96
2004	-02,65	65,64	-173,94	07,02	4 308,60
2005	-02,58	73,69	-190,12	06,65	5 430,21
2006	-01,90	63,89	-121,39	03,61	4 081,93
2007	-02,81	54,76	-153,87	07,89	2 998,65
2008	-04,49	54,41	-244,30	20,16	2 960,44
2009	-08,46	73,43	-621,21	71,57	5 391,96
2010	-06,58	105,61	-694,91	43,29	11 153,47
2011	-06,64	82,64	-548,72	44,08	6 829,36
2012	-08,54	82,43	-703,9	72,93	6 794,70
somme	-47,22	1 086,92	-3 550,64	286,20	89 112,36

Source : nos regroupements d'après les résultats des chapitres 4 et 5.

$$r = \frac{14 \times (-3\,550,64) - (-47,22)(1\,086,92)}{\sqrt{(14 \times 286,2) - (-47,22)^2} \times \sqrt{(14 \times 89\,112,36) - (1\,086,92)^2}}$$

$$r = \frac{-49\,708,96 + 51\,324,36}{\sqrt{4\,006,8 - 2\,229,72} \times \sqrt{1\,247\,573,04 - 1\,181\,395,08}}$$

$$r = \frac{1\,615,4}{\sqrt{1\,777,08} \times \sqrt{66\,177,96}} = \frac{1\,615,4}{42,155 \times 257,25} = \frac{1\,615,4}{10\,844,40}$$

$$r = 0,14 \rightarrow r^2 = 01,96\%$$

Ce résultat est insignifiant puisqu'il n'existe aucun lien entre l'intensité capitalistique et l'évaluation par le marché. La perception des investisseurs semble être impactée par d'autres variables autres celles liées à l'activité interne du groupe.

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

Tableau n°45 : « Corrélation investissement total/actif total et MVA de l'EGH-AURASSI ».

On commence la corrélation à partir de la première année de cotation de l'EGH-EL-AURASSI, puisqu'il s'agit de l'étude de la réaction du marché via la MVA.

Années	EVA (x _i)	Taux d'investissement (y _i)	x _i y _i	x _i ²	y _i ²
2000	00,22	72,51	15,95	00,04	5 257,70
2001	-00,35	72,21	-25,27	00,12	5 214,28
2002	-00,68	64,46	-43,83	00,46	4 155,09
2003	-00,72	58,75	-42,30	00,51	3 451,56
2004	-00,87	52,20	-45,41	00,75	2 724,84
2005	-00,94	47,29	-44,45	00,88	2 236,34
2006	-00,65	43,55	-28,30	00,42	1 896,60
2007	-00,87	38,14	-33,18	00,75	1 454,65
2008	-01,04	34,97	-36,36	01,08	1 222,90
2009	-01,51	34,15	-51,56	02,28	1 166,22
2010	-01,24	66,52	-82,48	01,53	4 424,91
2011	-00,24	82,15	-19,71	00,05	6 748,62
2012	-01,73	89,22	-154,35	02,99	7 960,20
Somme	-10,62	756,12	-591,25	11,86	47 913,91

Source : nos regroupements d'après les résultats des chapitres 4 et 5.

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

$$r = \frac{13 \times (-591,25) - (-10,62)(756,12)}{\sqrt{(13 \times 11,86) - (-10,62)^2} \times \sqrt{(13 \times 47\,913,91) - (756,12)^2}}$$

$$r = \frac{-7\,686,25 + 8\,029,99}{\sqrt{154,18 - 112,78} \times \sqrt{622\,880,83 - 571\,717,45}}$$

$$r = \frac{343,74}{\sqrt{41,4} \times \sqrt{51\,163,38}} = \frac{343,74}{6,434 \times 226,19} = \frac{343,74}{1\,455,32}$$

$$r = 0,23 \rightarrow r^2 = 05,29\%$$

D'après ces calculs, il y a une corrélation positive entre les investissements et l'estimation de l'entreprise par le marché d'une part, et d'autre part, l'investissement explique à 05,29 % la variation de MVA. Or, il faut être prudent dans l'interprétation de ce résultat car, économiquement parlant, le marché sur lequel est cotée l'AURASSI ne

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

semble avoir aucune réaction positive quant à la variation de la variable investissement, quel qu'elle soit (à la hausse ou à la baisse).

Tableau n°46 : « Corrélation investissement total/Chiffre d'affaires et MVA de l'EGH-EL-AURASSI ».

Années	MVA (x _i)	Taux d'intensité capitalistique (y _i)	x _i y _i	x _i ²	y _i ²
2000	00,22	337,70	74,29	00,04	114 041 ,29
2001	-00,35	312,99	-109,54	00,12	97962,74
2002	-00,68	252,76	-171,87	00,46	63887 ,61
2003	-00,72	228,85	-164,77	00,51	52 372,32
2004	-00,87	187,25	-162,90	00,75	35 062,56
2005	-00,94	160,50	-150,87	00,88	25 760,25
2006	-00,65	147,66	-95,97	00,42	21 803,47
2007	-00,87	133,14	-115,83	00,75	17 726,25
2008	-01,04	118,45	-123,18	01,08	14 030,40
2009	-01,51	139,53	-210,69	02,28	19 468,62
2010	-01,24	494,72	-613,45	01,53	244 747,87
2011	-00,24	8 336,71	-2000,81	00,05	69 500 733,62
2012	-01,73	684,94	-1 184,94	02,99	469 142,80
somme	-10,62	11 535,20	-5 030,53	11,86	70 676 739,8

Source : nos regroupements d'après les résultats des chapitres 4 et 5.

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

$$r = \frac{13 \times (-5\,030,53) - (-10,62)(11\,535,2)}{\sqrt{(13 \times 11,86) - (-10,62)^2} \times \sqrt{(13 \times 70\,676\,739,8) - (11\,535,2)^2}}$$

$$r = \frac{-65\,396,89 + 122\,503,82}{\sqrt{154,18 - 112,78} \times \sqrt{918\,797\,617,4 - 133\,060\,839,04}}$$

$$r = \frac{57\,106,93}{\sqrt{41,4} \times \sqrt{785\,736\,778,36}} = \frac{57\,106,93}{6,434 \times 28\,030,99} = \frac{57\,106,93}{180\,351,43}$$

$$r = 0,31 \rightarrow r^2 = 09,61\%$$

Ces résultats ne révèlent aucune différence marquante avec ceux de corrélation des variables taux d'investissement et MVA. En effet, le lien des variables est insignifiant d'un point de vue économique et la réaction du marché est toujours négative.

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

Section 2 : Corrélation décision de financement – valeur intrinsèque (EVA) – valeur boursière (MVA).

Tout recours à l'investissement dont l'objectif est de créer de la valeur nécessite la mobilisation des ressources financières. Lesquelles ne sont pas gratuites et génèrent des coûts. La création de valeur au niveau interne dépend de la capacité et l'aptitude de l'entreprise à couvrir le coût de ces ressources. En effet, une entreprise peut réaliser des bénéfices et des profits grâce aux projets et investissements entrepris sans pour autant créer de la valeur ni au niveau interne ni au niveau externe, et ce à cause des coûts des ressources qui restent supérieurs aux profits réalisés. C'est la raison pour laquelle toute politique d'investissement adoptée dans l'objectif de création de valeur doit s'accompagner d'une politique de financement opportune, tenant compte de la situation financière de l'entreprise.

A l'instar de la section 1 de ce chapitre, l'objectif de cette section est de montrer l'existence d'un lien entre le taux de la dette, représentant la décision de financement suivant notre travail de recherche, et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action. Nous allons suivre la même démarche en calculant le coefficient de corrélation par la méthode des moindres carrées. Le premier couple de variables statistiques est composé de : taux de la dette, EVA et le deuxième couple est composé de : taux de la dette, market value added (MVA). L'étude et l'analyse par corrélation permettent de mesurer l'intensité de la liaison entre ces variables.

1/ L'intensité de la liaison linéaire entre le premier couple de variables statistiques : taux de la dette – Economic value added (EVA) : (SAIDAL – AURASSI).

Etant donné que l'objectif de notre recherche est la création de valeur de l'action au niveau interne et externe, nous avons considéré les décisions d'investissement et de financement comme les principaux leviers qui sont à l'origine de cette valeur. Ce sont des décisions qui ressortent de la gestion interne de l'entreprise et qui devraient influencer les résultats comptables réalisés ; les indicateurs de mesure de la valeur (EVA) et toute information comptable publiée par l'entreprise cotée. La réaction du marché et la valeur externe dépendent de ces informations reflétant les choix stratégiques en termes d'investissement et de financement. Dès lors, l'étude du lien entre ces leviers (investissement et financement) et la création de valeur intrinsèque et externe est nécessaire. Après avoir étudié l'intensité de la liaison entre l'investissement et EVA puis l'investissement et MVA, dans le but de mesurer le degré de l'influence de l'investissement sur la création de valeur, nous procéderons dans cette section à l'étude de l'intensité de la liaison entre la création de valeur (EVA, MVA) et la décision de financement. Notre objectif est de savoir à quel degré le recours à la dette influence la création de valeur, en d'autres termes, à quel pourcentage la dette explique la création de valeur (interne et externe).

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

La corrélation entre les variables « Taux de la dette- EVA » est mesurée par le coefficient de corrélation r calculé selon le modèle des moindres carrées. Suivant ce modèle, les valeurs de l'Economic value added et de taux de la dette sont respectivement notées par x_i et y_i . Dans le tableau qui suit, les montants de l'EVA sont en milliards de dinars et ceux de la dette en pourcentage. Nous commençons d'abord par le cas de SAIDAL, puis l'E.G.H- AURASSI.

Tableau n°47 : « Corrélation dette – création de valeur intrinsèque du groupe SAIDAL »

Dans notre travail de recherche, nous avons considéré que la politique de financement influence positivement la création de valeur intrinsèque dans la mesure où le recours à la dette incite à la création de valeur, en contraignant l'équipe dirigeante à plus de rigueur. Dès lors, nous avons considéré dans notre recherche que le recours à l'endettement, voire l'augmentation du taux de la dette sur la durée de l'étude est une variable explicative d'une bonne gouvernance d'une part, et de création de valeur intrinsèque d'autre part. Le ratio de la dette explique et représente, selon notre objectif, la décision de financement prise par l'équipe dirigeante dans l'intérêt du groupe avant et après la cotation.

Années	EVA (x_i)	Taux de la dette* (y_i)	$x_i y_i$	x_i^2	y_i^2
1998	-48,55	28,88	-1 402,12	2 357,10	834,05
1999	-41,30	31,63	-1 306,31	1 705,69	1 000,45
2000	-61,78	40,11	-2 477,99	3 816,76	1 608,81
2001	-40,93	42,86	-1 754,25	1 675,26	1 836,97
2002	-48,84	50,05	-2 444,44	2 385,34	2 505,00
2003	-09,16	51,28	-469,72	83,90	2 629,63
2004	15,02	52,97	795,60	225,60	2 805,82
2005	-30,96	56,72	-1 756,05	958,52	3 217,15
2006	02,20	55,59	-122,29	04,84	3 090,24
2007	11,71	54,00	632,34	137,12	2 916,00
2008	53,18	54,87	2 917,98	2 828,11	3 010,71
2009	125,22	46,26	5 792,67	15 680,04	2 139,98
2010	-72,00	58,28	-4 196,16	5 184	3 396,55
2011	-09,65	49,42	-476,90	93,12	2 442,33
2012	-40,55	50,87	-2 062,77	1 644,30	2 587,75
somme	-196,39	723,79	-8 330,41	38 779,7	36 021,44

Source : nos regroupements d'après les résultats du chapitre 4.

* avec taux de la dette $y_i = \frac{\text{Dettes totales}}{\text{Actif total}}$

$$r = \frac{15 \times (-8\,330,41) - (-196,39)(723,79)}{\sqrt{15(38\,779,7) - (-196,39)^2} \times \sqrt{15(36\,021,44) - (723,79)^2}}$$

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

$$r = \frac{-124\,956,15 + 142\,145,11}{\sqrt{581\,695,5 - 38\,569,03} \times \sqrt{540\,321,6 - 523\,871,96}}$$

$$r = \frac{17\,188,96}{\sqrt{543\,126,47} \times \sqrt{16\,449,64}} = \frac{17\,188,96}{736,97 \times 128,25} = \frac{17\,188,96}{94\,520,93}$$

$$r = 0,18 \rightarrow r^2 = 03,24\%$$

D'après ce résultat, il y a une faible corrélation entre la politique d'endettement et la valeur intrinsèque mesurée par l'indice de l'EVA. De plus, étant donné que ce taux est inférieur à 10%, le lien entre les variables est insignifiant.

Tableau n°48 : « Corrélation taux de la dette – EVA de l'EGH-AURASSI »

Années	EVA (x _i)	Taux de la dette (y _i)	x _i y _i	x _i ²	y _i ²
1999	05,78	51,73	298,99	33,40	2 675,99
2000	09,56	51,86	495,78	91,39	2 689,45
2001	15,41	52,09	802,70	237,46	2 713,36
2002	23,92	52,21	1 248,86	572,16	2 725,88
2003	25,32	51,18	1 295,87	641,10	2 619,39
2004	38,04	50,87	1 935,09	1 447,04	2 587,75
2005	53,88	50,77	2 735,48	2 903,05	2 577,59
2006	59,43	48,42	2 877,60	3 531,92	2 344,49
2007	36,72	46,73	1 715,92	1 348,35	2 183,69
2008	47,31	43,51	2 058,45	2 238,23	1 893,12
2009	25,56	39,33	1 005,27	653,31	1 546,84
2010	-07,92	54,24	-429,58	62,72	2 941,97
2011	-90,27	70,11	-6 328,82	8 148,67	4 915,41
2012	44,60	66,78	2 978,38	1 989,16	4 459,56
somme	287,34	729,83	12 689,99	23 897,96	38 874,49

Source : nos regroupements d'après les résultats du chapitre 4.

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

$$r = \frac{14 \times (12\,689,99) - (287,34)(729,83)}{\sqrt{14(23\,897,96) - (287,34)^2} \times \sqrt{14(38\,874,49) - (729,83)^2}}$$

$$r = \frac{177\,659,86 - 209\,709,35}{\sqrt{334\,571,44 - 82\,564,27} \times \sqrt{544\,242,86 - 532\,651,82}}$$

$$r = \frac{-32\,049,49}{\sqrt{252\,007,17} \times \sqrt{11\,591,04}} = \frac{-32\,049,49}{502,003 \times 107,661} = \frac{-32\,049,49}{54\,046,49}$$

$$r = -0,59 \rightarrow r^2 = 34,81\%$$

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

Ce résultat indique que la richesse que l'Aurassi a pu créer sur presque toute la période de l'étude n'est pas liée à la politique d'endettement. Les deux variables ne varient pas dans le même sens.

2/ L'intensité de la liaison entre le deuxième couple de variables statistiques : taux de la dette – market value added (MVA) : (SAIDAL – AURASSI).

Le taux de la dette y_i reste inchangé dans ce qui suit, la variable qui change est la variable x_i représentant la market value added (MVA). Cette variable est donnée en milliards de dinars.

Tableau n°49 : « Corrélation dettes et MVA de SAIDAL »

Le ratio market value added représente l'indicateur de mesure de la valeur après la cotation. Ceci étant, l'analyse du tableau commence à partir de la première année de la cotation (1999).

Années	MVA (x_i)	Taux de la dette (y_i)	$x_i y_i$	x_i^2	y_i^2
1999	00,51	31,63	16,13	00,26	1 000,45
2000	01,30	40,11	52,14	01,69	1 608,81
2001	-01,02	42,86	-43,71	01,04	1 836,97
2002	-01,25	50,05	-62,56	01,56	2 505,00
2003	-02,11	51,28	-108,20	04,45	2 629,63
2004	-02,65	52,97	-140,37	07,02	2 805,82
2005	-02,58	56,72	-146,33	06,65	3 217,15
2006	-01,90	55,59	-105,62	03,61	3 090,24
2007	-02,81	54,00	-151,74	07,89	2 916,00
2008	-04,49	54,87	-246,36	20,16	3 010,71
2009	-08,46	46,26	-391,35	71,57	2 139,98
2010	-06,58	58,28	-383,48	43,29	3 396,55
2011	-06,64	49,42	-328,14	44,08	2 442,33
2012	-08,50	50,87	-432,39	72,93	2 587,75
somme	-47,22	694,91	-2 471,98	286,20	35 187,39

Source : nos regroupements d'après les résultats des chapitres 4 et 5.

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

$$r = \frac{14 \times (-2\,471,98) - (-47,22)(694,91)}{\sqrt{14(286,2) - (-47,22)^2} \times \sqrt{14(35\,187,39) - (694,91)^2}}$$

$$r = \frac{-34\,607,72 + 32\,813,65}{\sqrt{4\,006,8 - 2\,229,72} \times \sqrt{492\,623,46 - 482\,899,90}}$$

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

$$r = \frac{-1\,794,07}{\sqrt{1\,777,08} \times \sqrt{9\,723,56}} = \frac{-1\,794,07}{42,155 \times 98,608} = \frac{-1\,794,07}{4\,156,82}$$

$$r = -0,43 \rightarrow r^2 = 18,49\%$$

Nous constatons que la réaction du marché est négative quelque que soit le taux de dettes atteint.

Tableau n°50 : « Corrélation dettes et MVA de l'EGH-AURASSI »

On commence notre tableau à partir de la première année de cotation de l'E.G.H.EL AURASSI (2000).

Années	MVA (x _i)	Taux de la dette (y _i)	x _i y _i	x _i ²	y _i ²
2000	00,22	51,86	11,40	00,04	2 689,45
2001	-00,35	52,09	-18,23	00,12	2 713,36
2002	-00,68	52,21	-35,50	00,46	2 725,88
2003	-00,72	51,18	-36,84	00,51	2 619,39
2004	-00,87	50,87	-44,25	00,57	2 587,75
2005	-00,94	50,77	-47,72	00,88	2 577,59
2006	-00,65	48,42	-31,47	00,42	2 344,49
2007	-00,87	46,73	-40,65	00,75	2 183,69
2008	-01,04	43,51	-45,25	01,08	1 893,12
2009	-01,51	39,33	-59,38	02,28	1 456,84
2010	-01,24	54,24	-67,25	01,53	2 941,97
2011	-00,24	70,11	-16,82	00,05	4 915,41
2012	-01,73	66,78	-115,52	02,99	4 459,56
somme	-10,62	678,10	-547,48	11,86	36 198,50

Source : nos regroupements d'après les résultats des chapitres 4 et 5.

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

$$r = \frac{13 \times (-547,48) - (-10,62)(678,1)}{\sqrt{13(11,86) - (-10,62)^2} \times \sqrt{13(36\,198,5) - (678,1)^2}}$$

$$r = \frac{-7\,117,24 + 7\,201,42}{\sqrt{154,18 - 112,78} \times \sqrt{470\,580,5 - 459\,819,61}}$$

$$r = \frac{84,18}{\sqrt{41,4} \times \sqrt{10\,760,89}} = \frac{84,18}{6,434 \times 103,73} = \frac{84,18}{667,42}$$

$$r = 0,12 \rightarrow r^2 = 01,44\%$$

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

La réaction du marché demeure négative et nous considérons dans la présente recherche que les résultats de la corrélation entre taux de la dette et MVA sont insignifiants. Le lien entre les décisions financières de type d'investissement et de financement et la création de valeur sur le plan interne (EVA) et externe (MVA), peut être résumé dans les tableaux qui suivent :

Tableau n°51 : « Lien Décisions financières/EVA »

Entreprise/ groupe	Coefficient de corrélation r	R ² pouvoir explicatif des décisions financières		
		Décisions d'investissement		Décisions de financement
		Taux d'investissement (Investissement total/Actif total)	intensité capitalistique (Investissement total/Chiffre d'affaires)	Taux de la dette (Dettes totales/Actif total)
Groupe SAIDAL	-00,63	39,69%		
	-00,69		47,61%	
	00,18			03,24%
E.G.H EL AURASSI	-00,54	29,16%		
	-00,87		75,69%	
	-00,59			34,81%

Source : nos regroupements d'après les résultats des tableaux de corrélation.

Tableau n°52 : « L'intensité entre Décisions financières/MVA »

Entreprise/ groupe	Coefficient de corrélation r	R ² pouvoir explicatif des décisions financières		
		Décisions d'investissement		Décisions de financement
		Taux d'investissement (Investissement total/Actif total)	intensité capitalistique (Investissement total/Chiffre d'affaires)	Taux de la dette (Dettes totales/Actif total)
Groupe SAIDAL	00,16	02,56%		
	00,14		01,96%	
	-00,43			18,49%
E.G.H- EL AURASSI	00,23	05,29%		
	00,31		09,61%	
	00,12			01,44%

Source : nos regroupements d'après les résultats des tableaux de corrélation.

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

Section 3 : La corrélation entre la valeur intrinsèque et la valeur boursière de l'action

La valeur boursière de l'action est fortement influencée par les informations publiées par les entreprises. Par ailleurs, le pouvoir explicatif des fondamentaux diffère d'un indicateur à l'autre. Ceci a fait l'objet de plusieurs études. A l'appui de certaines d'entre elles, le pouvoir explicatif de l'Economic value added (EVA) est plus élevé que n'importe quel autre indicateur de rentabilité. En effet, selon l'étude menée par le cabinet Stern et Stewart, l'EVA expliquerait près de 50% de la variation de MVA alors que la croissance des ventes n'en expliquerait que 10%, le bénéfice par action seulement 20% et le rendement des fonds propres au plus 35% ^{«178»}. Il en est de même pour l'étude de Denglos (2003) qui rejoint la conclusion du cabinet Stern et Stewart, en constatant une forte corrélation entre EVA et MVA. De plus, Biddle, Seow et Sigel (1995), puis Clinton et Chen (1998), ont observé que les résultats comptables expliquent davantage les rendements boursiers ^{«179»}.

En revanche, les études menées par Chen et Dodd (1996) et Pariente (2000), révèlent des résultats différents des études précédentes, en constatant que le pouvoir explicatif de l'EVA est faible et il ne domine pas les autres indicateurs. D'après leurs résultats, la corrélation est loin d'être aussi parfaite que le clament, haut et fort, les zéloteurs de l'EVA ^{«180»}.

Etant calculée sur la base des données comptables, l'EVA constitue un moyen de communication considérable. Toute variation à la hausse des indicateurs boursiers, suite à l'annonce de l'EVA, confirme l'optimisme des investisseurs quant à la capacité des dirigeants de l'entreprise à créer de la richesse à l'avenir.

Notre objectif dans cette section est de montrer la liaison entre l'EVA et MVA, en se référant à la corrélation par la méthode des moindres carrées.

1/ L'intensité de la liaison linéaire entre deux variables statistiques : Economic value added – market value added (EVA, MVA) (SAIDAL – AURASSI)

Ici notre objectif est d'étudier le pouvoir explicatif de l'indicateur de création de valeur intrinsèque (EVA). En effet, l'annonce de l'EVA calculée sur la base des données comptables, ne laisse guère le marché indifférent. La réaction de ce dernier peut être positive ou négative. La corrélation entre l'Economic value added (EVA) et la market value added (MVA) nous permettra de mesurer le lien entre valeur comptable et rendements boursiers. Logiquement, la valeur boursière de l'action doit refléter la situation réelle et interne de l'entreprise. C'est la raison pour laquelle les entreprises cotées en bourse sont tenues de respecter l'une des conditions de l'admission à la cote à savoir : la transparence. Ainsi, les investisseurs évaluent l'entreprise en s'appuyant sur les attentes concernant les informations comptables et les EVA futures. La corrélation

¹⁷⁸Jean Gervais Missie, Op. Citée, Page 57.

¹⁷⁹ Grégory Denglos : « La création de valeur, modèles, mesure et diagnostic », Op. Citée, Page 101.

¹⁸⁰ Idem.

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

par le modèle des moindres carrés permet de mesurer le lien entre la valeur intrinsèque de l'action, qui est le fruit des activités internes et stratégiques de l'entreprise et la valeur externe qui reflète les anticipations et la réaction des investisseurs. Qu'en est-il du groupe SAIDAL et l'E.G.H.EL AURASSI ?

1-1/ Corrélation Economic value added (EVA) et création de valeur boursière (MVA)

Afin de calculer le coefficient de corrélation r , nous reprenons les valeurs de l'EVA et de MVA calculées aux chapitres précédents.

Tableau n°53 : « Corrélation EVA/MVA du groupe SAIDAL »

Les valeurs de MVA et EVA sont respectivement notées par x_i , y_i . Leurs montants sont en milliards de dinars. Nous commençons la corrélation à partir de la première année de la cotation du groupe SAIDAL à savoir : l'année 1999, puisque l'objectif est d'étudier le lien entre valeur boursière (MVA) et valeur intrinsèque (EVA).

Années	MVA (x_i)	EVA (y_i)	$x_i y_i$	x_i^2	y_i^2
1999	00,51	-41,30	-21,06	00,26	1 705,67
2000	01,30	-61,78	-80,31	01,69	3 816,76
2001	-01,02	-40,93	41,74	01,04	1 675,26
2002	-01,25	-48,84	61,05	01,56	2 385,34
2003	-02,11	-09,16	19,32	04,45	83,90
2004	-02,65	15,02	-39,80	07,02	225,60
2005	-02,58	-30,96	79,87	06,65	958,52
2006	-01,90	02,20	-04,18	03,61	04,84
2007	-02,81	11,71	-32,90	07,89	137,12
2008	-04,49	53,18	-238,77	20,16	2 828,11
2009	-08,46	125,22	-1 059,36	71,57	15 680,04
2010	-06,58	-72,00	473,76	43,29	51,84
2011	-06,64	-09,65	64,07	44,08	93,12
2012	-08,54	-40,55	346,29	72,93	1 644,30
Somme	-47,22	-147,84	-390,28	286,20	36 422,58

Source : nos regroupements d'après les résultats des chapitres 4 et 5.

$$r = \frac{14 \times (-390,28) - (-47,22)(147,84)}{\sqrt{14(286,2) - (-47,22)^2} \times \sqrt{14(36\,422,58) - (-147,84)^2}}$$

$$r = \frac{-5\,463,92 + 6\,981,00}{\sqrt{4\,006,8 - 2\,229,72} \times \sqrt{509\,916,12 - 21\,856,66}}$$

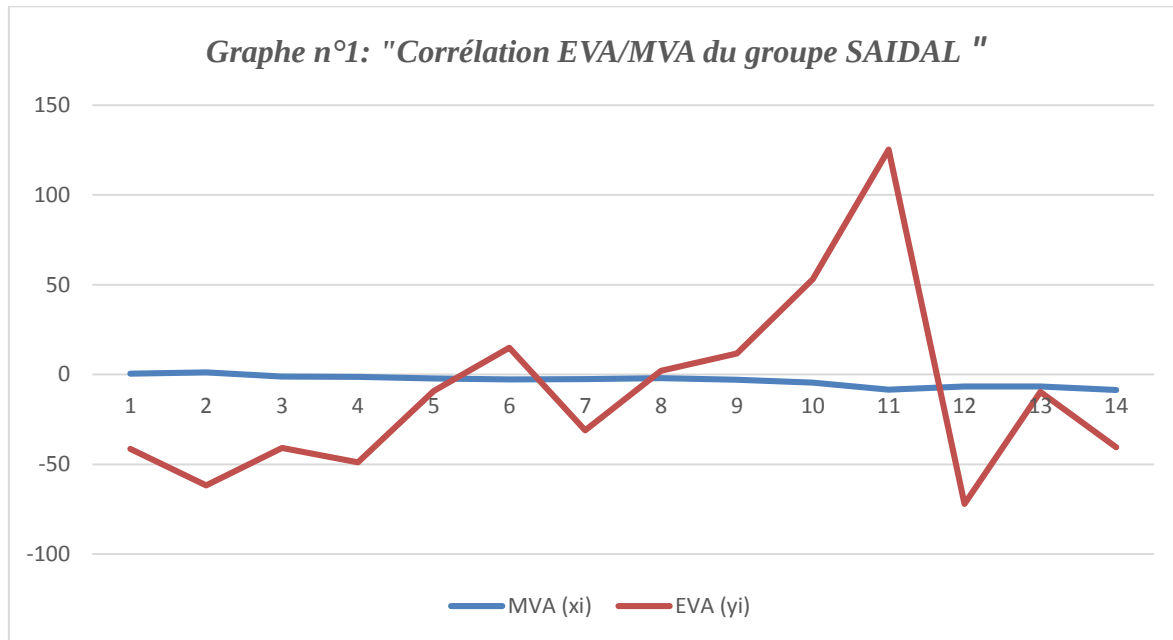
$$r = \frac{1\,517,08}{\sqrt{1\,777,08} \times \sqrt{488\,059,46}} = \frac{1\,517,08}{42,155 \times 698,61} = \frac{1\,517,08}{29\,450,01}$$

$$r = 0,051 \rightarrow r^2 = 02,60\%$$

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

Le pouvoir explicatif de l'EVA est très faible, indiquant que la Valeur boursière mesurée par la MVA varie indépendamment de la gestion interne du groupe.

La représentation graphique de cette corrélation est illustrée comme suit :



D'après le schéma ci-dessus, la variation de la MVA diffère complètement et s'éloigne de celle de l'EVA.

Tableau n°54 : « Corrélation EVA/MVA de l'E.G.H.EL AURASSI »

Concernant l'E.G.H.EL AURASSI, nous commençons la corrélation à partir de l'année 2000, puisque la première cotation a eu lieu durant cette année.

Années	MVA (x_i)	EVA (y_i)	$x_i y_i$	x_i^2	y_i^2
2000	00,22	09,56	02,10	00,04	91,39
2001	-00,35	15,41	-05,39	00,12	237,46
2002	-00,68	23,92	-16,26	00,46	572,16
2003	-00,72	25,32	-18,23	00,51	641,10
2004	-00,87	38,04	-33,09	00,75	1 447,04
2005	-00,94	53,88	-50,64	00,88	2 903,05
2006	-00,65	59,43	-38,62	00,42	3 531,92
2007	-00,87	36,72	-31,94	00,75	1 348,35
2008	-01,04	47,31	-49,20	01,08	2 238,23
2009	-01,51	25,56	-38,59	02,28	653,31
2010	-01,24	-07,92	09,82	01,53	62,72
2011	-00,24	-90,27	21,66	00,05	8 148,67
2012	-01,73	44,60	-77,15	02,99	1 989,16
somme	-10,62	281,56	-325,53	11,86	23 864,56

Source : nos regroupements d'après les résultats des chapitres 4 et 5.

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

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

$$r = \frac{13 \times (-325,53) - (-10,62)(281,56)}{\sqrt{13(11,86) - (-10,62)^2} \times \sqrt{13(23\,864,56) - (281,56)^2}}$$

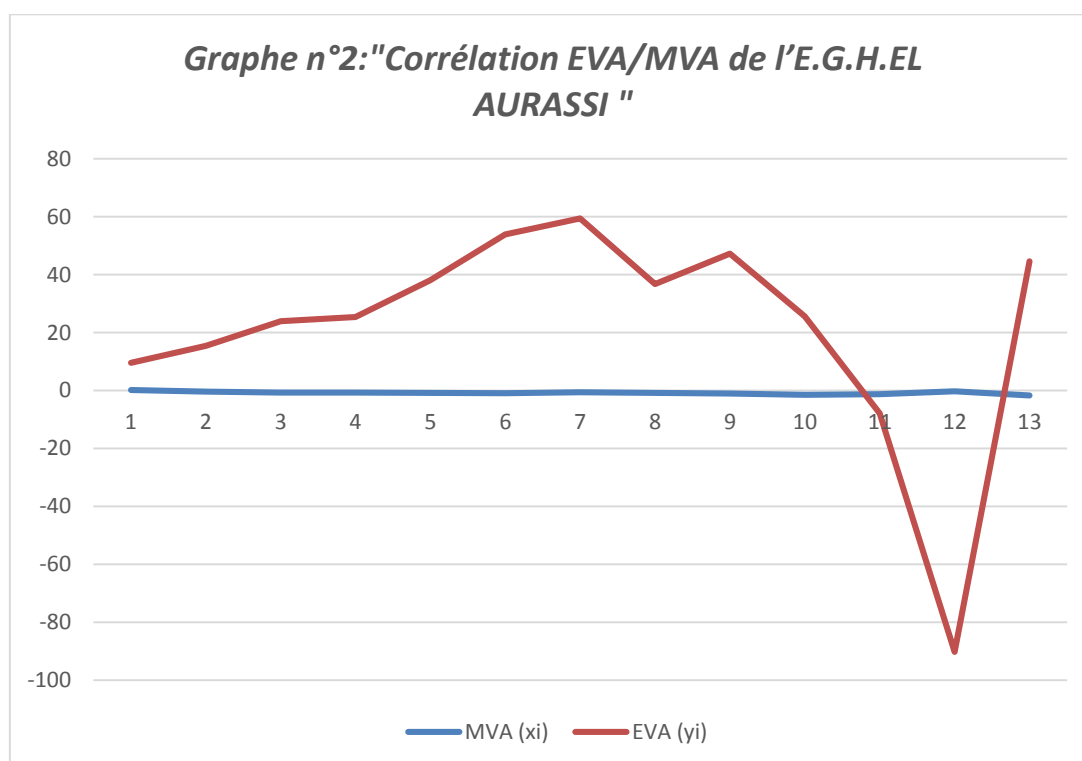
$$r = \frac{-4\,231,89 + 2\,990,16}{\sqrt{154,18 - 112,78} \times \sqrt{310\,239,28 - 79\,276,03}}$$

$$r = \frac{-1\,241,73}{\sqrt{41,4} \times \sqrt{230\,963,25}} = \frac{-1\,241,73}{6,434 \times 480,58} = \frac{-1\,241,73}{3\,092,09}$$

$$r = -0,40 \rightarrow r^2 = 16\%$$

L'EVA qu'elle soit positive ou négative ne semble pas impacter la réaction du marché, mesurée par la MVA. Le pouvoir explicatif de l'EVA est faible, il n'est que de 16%.

La représentation graphique de cette corrélation pour le cas de l'E.G.H-EL AURASSI peut se présenter comme suit :



D'après cette représentation graphique, le marché semble être indifférent suite à toute variation de l'EVA.

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

1-2/ Correlation Economic value added (EVA) et l'indicateur market to book (MTB)

Dans le présent travail, nous avons utilisé trois indicateurs de création de valeur boursière à savoir : market value added, market to book et total shareholder (TSR) ou rentabilité totale pour l'actionnaire. En étudiant la corrélation entre EVA et MVA, notre objectif est de déterminer à quel degré la variation de MVA, voire la valeur boursière est expliquée par l'EVA. Il en est de même pour le ratio market to book (MTB). Quant au total shareholder (TSR), il permet de comprendre l'évolution du cours boursier annuel suite à la publication de l'EVA.

Tableau n°55 : « Corrélation EVA/MTB du groupe SAIDAL »

MTB est notée par x_i et EVA par y_i .

Années	MTB (x_i)	EVA (y_i)	$x_i y_i$	x_i^2	y_i^2
1999	01,07	-41,30	-44,19	01,14	1 705,67
2000	01,20	-61,78	-74,13	01,44	3 816,76
2001	00,83	-40,93	-33,97	00,68	1 675,26
2002	00,77	-48,84	-37,60	00,59	2 385,34
2003	00,64	-09,16	-05,86	00,40	83,90
2004	00,56	15,02	08,41	00,31	225,60
2005	00,58	-30,96	-17,95	00,33	958,52
2006	00,69	02,20	01,51	00,47	04,84
2007	00,58	11,71	06,79	00,33	137,12
2008	00,45	53,18	23,93	00,20	2 828,11
2009	00,31	125,22	38,81	00,09	15 680,04
2010	00,44	-72,00	-31,68	00,19	5 184
2011	00,51	-09,65	-04,92	00,26	93,12
2012	00,42	-40,55	-17,03	00,17	1 644,30
somme	09,05	-147,84	-187,88	06,60	36 422,58

Source : nos regroupements d'après les résultats des chapitres 4 et 5.

$$r = \frac{14 \times (-187,88) - (09,05)(-147,84)}{\sqrt{14(06,6) - (09,05)^2} \times \sqrt{14(36\,422,58) - (-147,84)^2}}$$

$$r = \frac{-2\,630,32 + 1\,337,95}{\sqrt{92,4 - 81,90} \times \sqrt{509\,916,12 - 21\,856,66}}$$

$$r = \frac{-1\,292,37}{\sqrt{10,5} \times \sqrt{488\,059,46}} = \frac{-1\,292,37}{03,24 \times 698,61} = \frac{-1\,292,37}{2\,263,50}$$

$$r = -0,57 \rightarrow r^2 = 32,49\%$$

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

Ce résultat indique que l'EVA et la valeur externe de l'action mesurée par MTB ne varient pas dans le même sens. Toute variation à la hausse ou à la baisse de l'EVA entraîne une variation dans le sens inverse de MTB.

La représentation graphique de ce tableau se présente comme suit (SAIDAL) :

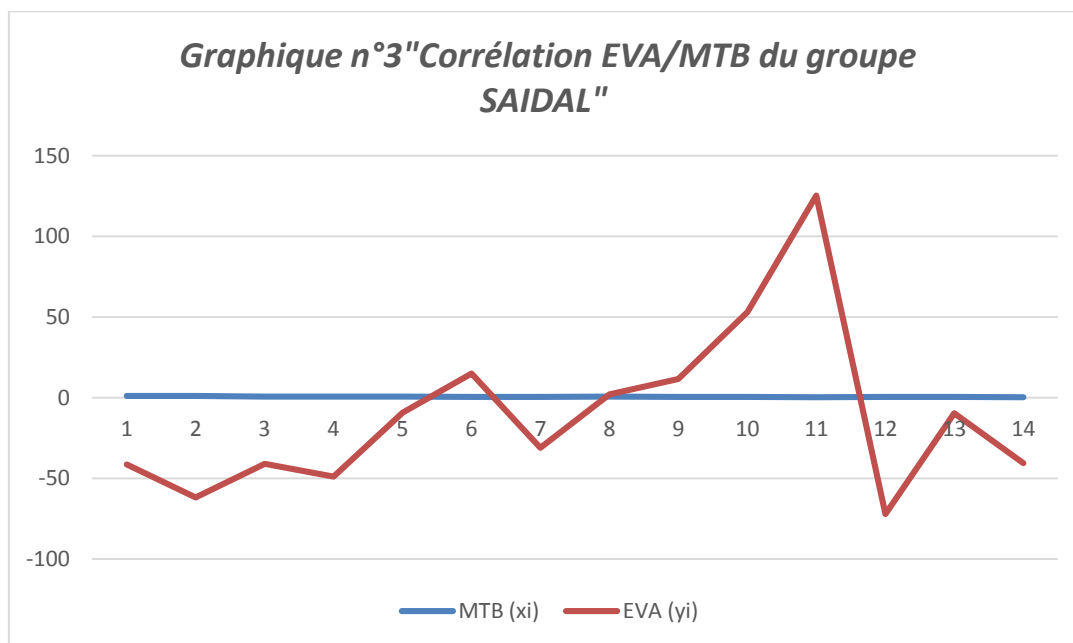


Tableau n°56 : « Corrélation EVA/MTB de l'E .G.H-ELAURASSI »

Années	MTB (xi)	EVA (yi)	$x_i y_i$	x_i^2	y_i^2
2000	01,11	09,56	10,61	01,23	91,39
2001	00,82	15,41	12,63	00,67	237,46
2002	00,67	23,92	16,02	00,44	572,16
2003	00,68	25,32	17,21	00,46	641,10
2004	00,65	38,04	24,72	00,42	1 447,04
2005	00,65	53,88	35,02	00,42	2 903,05
2006	00,77	59,43	45,76	00,59	3 531,92
2007	00,73	36,72	26,80	00,53	1 348,35
2008	00,72	47,31	34,06	00,51	2 238,23
2009	00,64	25,56	16,35	00,40	653,31
2010	00,68	-07,92	-05 ,38	00,46	62,72
2011	00,92	-90,27	-83,04	00,84	8 148,67
2012	00,53	44,60	23,63	00,28	1 989,16
somme	09,57	281,56	174,39	07,25	23 864,56

Source : nos regroupements d'après les résultats des chapitres 4 et 5.

$$r = \frac{13 \times (174,39) - (09,57)(281,56)}{\sqrt{13(07,25) - (09,57)^2} \times \sqrt{13(23\,864,56) - (281,56)^2}}$$

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

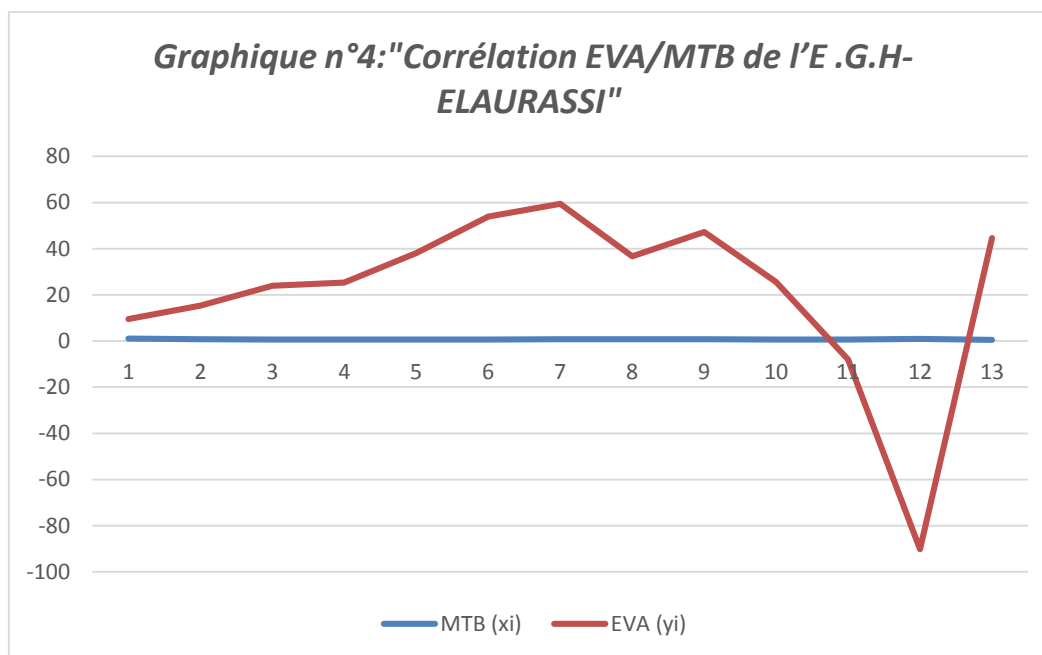
$$r = \frac{2\,267,07 - 2\,694,52}{\sqrt{94,25 - 91,58} \times \sqrt{310\,239,28 - 79\,276,03}}$$

$$r = \frac{-427,45}{\sqrt{0,267} \times \sqrt{230\,963,25}} = \frac{-427,45}{1,634 \times 480,58} = \frac{-427,45}{785,27}$$

$$r = -0,54 \rightarrow r^2 = 29,16\%$$

Ces résultats ne marquent aucune différence significative avec ceux de la corrélation entre EVA et MVA, car l'intensité entre EVA et MTB reste toujours insignifiante étant donné que la réaction du marché est négative et le pouvoir explicatif est faible.

Voyons la présentation graphique de ce tableau dans ce qui suit (AURASSI) :



Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

1-3/ Correlation Economic Value Added (EVA) et l'Indice Total Shareholder (TSR)

Tableau n°57 : « Corrélation EVA/TSR du groupe SAIDAL »

Années	TSR (x _i)	EVA (y _i)	x _i y _i	x _i ²	y _i ²
1999	–	–41,30	–	–	1 705,67
2000	04,57	-61,78	-282,33	20,88	3 816,76
2001	–29,48	–40,93	1 206,61	869,07	1 675,26
2002	–13,92	–48,84	679,85	193,76	2 385,34
2003	–06,04	–09,16	55,32	36,48	83,90
2004	–03,94	15,02	–59,17	15,52	225,60
2005	10,14	–30,96	–313,93	102,81	958,52
2006	28,61	02,20	62,94	818,53	04,84
2007	–06,59	11,71	–77,16	43,42	137,12
2008	03,75	53,18	–199,42	14,06	2 828,11
2009	10,52	125,22	1 317,31	110,67	15 680,04
2010	44,15	-72,00	-3 178,80	1 949,22	5 184
2011	44,23	-09,65	-426,81	1 956,29	93,12
2012	-07,69	-40,55	311,82	59,13	1 644,30
somme	78,31	-147,84	-903,77	6 189,84	36 422,58

Source : nos regroupements d'après les résultats des chapitres 4 et 5.

$$r = \frac{14 \times (-903,77) - (78,31)(-147,84)}{\sqrt{14(6\,189,84) - (78,31)^2} \times \sqrt{14(36\,422,58) - (-147,84)^2}}$$

$$r = \frac{-12\,652,78 + 11\,577,35}{\sqrt{86\,657,76 - 6\,132,45} \times \sqrt{509\,916,12 - 21\,856,66}}$$

$$r = \frac{-1\,075,43}{\sqrt{80\,525,31} \times \sqrt{488\,059,46}} = \frac{-1\,075,43}{283,76 \times 698,61} = \frac{-1\,075,43}{198\,238,29}$$

$$r = -0,005 \rightarrow r^2 = 0,0025\%$$

Aucun lien ne semble exister entre l'EVA et le TSR. La variation de ce dernier ne dépend guère de L'EVA.

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

La corrélation entre EVA/TSR peut être illustrée graphiquement comme suit (SAIDAL) :

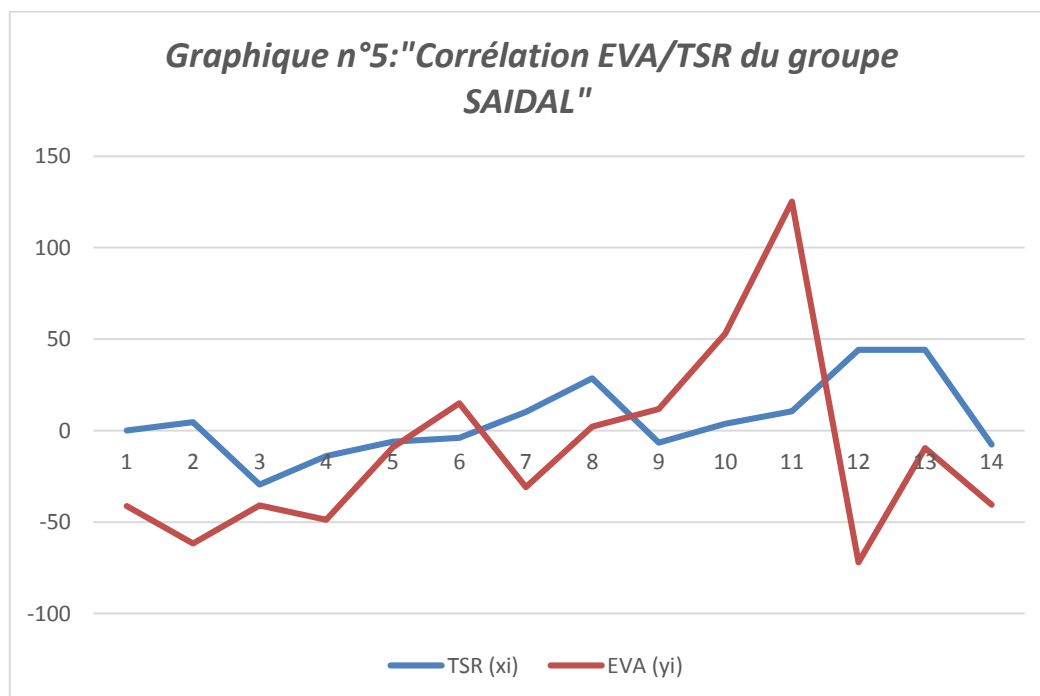


Tableau n°58 : « Corrélation EVA/TSR de l'E.G.H-ELAURASSI »

Années	TSR (xi)	EVA (yi)	$x_i y_i$	x_i^2	y_i^2
2000	—	09,56	—	—	91,39
2001	-21,08	15,41	-324,84	444,36	237,46
2002	-01,85	23,92	-44,25	03,42	572,16
2003	20,83	25,32	527,41	433,88	641,10
2004	19,23	38,04	731,50	369,79	1 447,04
2005	23,63	53,88	1 273,18	558,37	2 903,05
2006	43,33	59,43	2 575,10	1 877,48	3 531,92
2007	18,70	36,72	686,66	349,69	1 348,35
2008	21,70	47,31	1 026,62	470,89	2 238,23
2009	11,11	25,56	283,97	123,43	653,31
2010	03,33	-07,92	-26,37	11,08	62,72
2011	11,11	-90,27	-1 002,89	123,43	8 148,67
2012	-32,00	44,60	-1 427,20	1 024	1 989,16
somme	118,04	281,56	4 278,89	5 789,82	23 864,56

Source : nos regroupements d'après les résultats des chapitres 4 et 5.

$$r = \frac{13 \times (4\,278,89) - (118,04)(281,56)}{\sqrt{13(5\,789,82) - (118,04)^2} \times \sqrt{13(23\,864,56) - (281,56)^2}}$$

$$r = \frac{55\,625,57 + 33\,235,34}{\sqrt{75\,267,66 - 13\,933,44} \times \sqrt{310\,239,28 - 79\,276,03}}$$

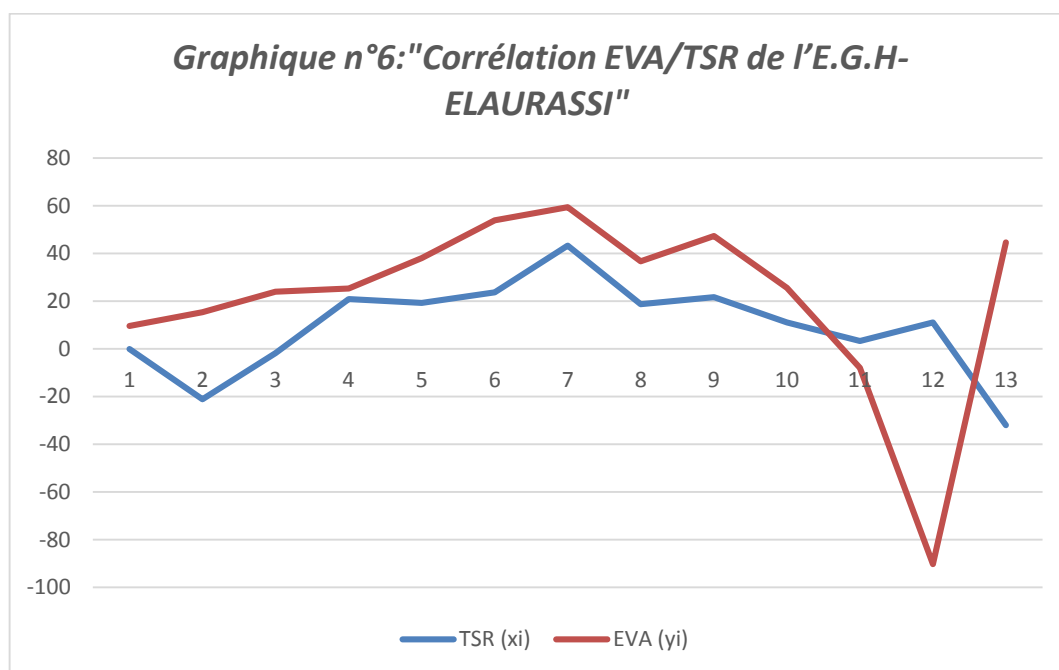
Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

$$r = \frac{22\,390,23}{\sqrt{61\,334,22} \times \sqrt{230\,963,25}} = \frac{22\,390,23}{247,65 \times 480,58} = \frac{22\,390,23}{119\,017,21}$$

$$r = 0,18 \rightarrow r^2 = 03,24\%$$

Il y a une faible corrélation entre EVA et TSR d'une part et, d'autre part, le pouvoir explicatif de l'EVA est très faible voire insignifiant.

Ceci peut être illustré graphiquement comme suit :



2/ Corrélation entre rentabilité financières – MVA.

Dans ce qui suit, nous essayons de mesurer la corrélation et le degré de liaison entre la rentabilité financière et la réaction du marché (indiquée par MVA). En effet, l'objectif est d'étudier le pouvoir explicatif du rendement des capitaux propres sans pour autant le comparer aux coûts des ressources (coût des fonds propres).

L'EVA renseigne sur le profit ou la valeur réalisée une fois comparé le rendement dégagé aux coûts des ressources utilisées pour y parvenir. En revanche, le rendement des capitaux propres renseigne directement sur la contribution des capitaux propres à la réalisation de profit, mais sans pour autant analyser et mesurer sa capacité à compenser la rémunération des capitaux qui sont à l'origine de ce rendement. Notre objectif, en étudiant la corrélation rentabilité financière – MVA, est de comparer le pouvoir explicatif de l'EVA à celui de la rentabilité financière. Le marché est-il sensible aux rendements financiers ou à la création de valeur ?

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

Tableau n°59 : « Corrélation rentabilité financière/MVA du groupe SAIDAL »

Les valeurs de MVA et de la rentabilité financière sont respectivement notées par x_i et y_i . Les chiffres du tableau sont en milliards de dinars.

Années	MVA (x_i)	Rentabilité financière (y_i)	$x_i y_i$	x_i^2	y_i^2
1999	00,51	13,21	06,73	00,26	174,50
2000	01,30	09,48	12,32	01,69	89,87
2001	-01,02	12,32	-12,56	01,04	151,78
2002	-01,25	10,20	-12,75	01,56	104,04
2003	-02,11	17,45	-36,81	04,45	304,50
2004	-02,65	21,46	-56,86	07,02	460,53
2005	-02,58	13,99	-36,09	06,65	195,72
2006	-01,90	19,35	-36,76	03,61	374,42
2007	-02,81	20,72	-58,22	07,89	429,31
2008	-04,49	25,41	-114,09	20,16	645,66
2009	-08,46	29,17	-246,77	71,57	850,88
2010	-06,58	12,89	-84,81	43,29	166,15
2011	-06,64	18,30	-121,51	44,08	334,89
2012	-08,54	16,25	-138,77	72,93	264,06
somme	-47,22	240,20	-936,95	286,20	4 546,31

Source : nos regroupements d'après les résultats des chapitres 4 et 5.

$$r = \frac{14 \times (-936,95) - (-47,22)(240,20)}{\sqrt{14(286,2) - (-47,22)^2} \times \sqrt{14(4\,546,31) - (240,20)^2}}$$

$$r = \frac{-1\,775,06}{\sqrt{1\,777,08} \times \sqrt{5\,952,3}} = \frac{-1\,775,06}{42,15 \times 77,15} = \frac{-1\,775,06}{3\,251,92}$$

$$r = \frac{-13\,117,3 + 11\,342,24}{\sqrt{4\,006,8 - 2\,229,72} \times \sqrt{63\,648,34 - 57\,696,04}}$$

$$r = -0,54 \rightarrow r^2 = 29,16\%$$

D'après ce résultat, il y a une corrélation négative entre la rentabilité financière et la MVA. Il y a une déconnexion entre les deux variables.

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

Nous procédons à l'illustration graphique comme suit (SAIDAL) :

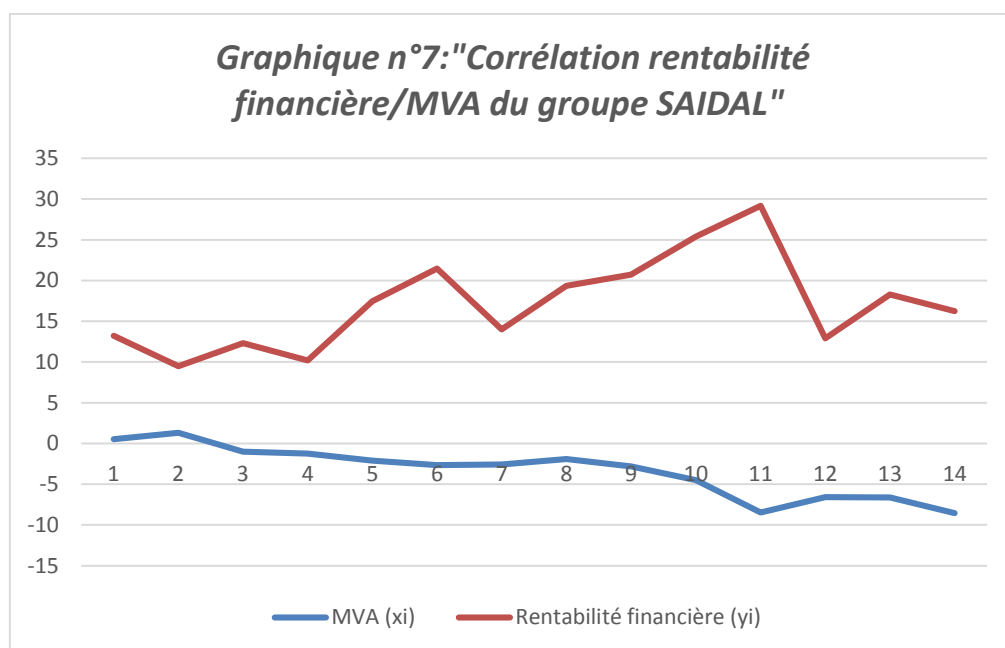


Tableau n°60: « Corrélation rentabilité financière/MVA de l'E.G.H-ELAURASSI »

Années	MVA (x _i)	Rentabilité financière (y _i)	x _i y _i	x _i ²	y _i ²
2000	00,22	10,94	02,40	00,04	119,68
2001	-00,35	13,96	-04,88	00,12	194,88
2002	-00,68	17,40	-11,83	00,46	302,76
2003	-00,72	17,23	-12,40	00,51	296,87
2004	-00,87	21,22	-18,46	00,57	450,28
2005	-00,94	25,76	-24,21	00,88	663,57
2006	-00,65	26,21	-17,03	00,42	686,96
2007	-00,87	17,16	-14,92	00,75	294,46
2008	-01,04	18,77	-19,52	01,08	352,31
2009	-01,51	12,20	-18,42	02,28	148,84
2010	-01,24	04,13	-05,12	01,53	17,05
2011	-00,24	-21,66	05,19	00,05	469,15
2012	-01,73	17,94	-31,03	02,99	321,84
somme	-10,62	181,26	-170,23	11,86	4 318,65

Source : nos regroupements d'après les résultats des chapitres 4 et 5.

$$r = \frac{13 \times (-170,23) - (-10,62)(181,26)}{\sqrt{13(11,86) - (-10,62)^2} \times \sqrt{13(4\,318,65) - (181,26)^2}}$$

$$r = \frac{-2\,212,99 + 1\,924,98}{\sqrt{154,18 - 112,78} \times \sqrt{56\,142,45 - 32\,855,18}}$$

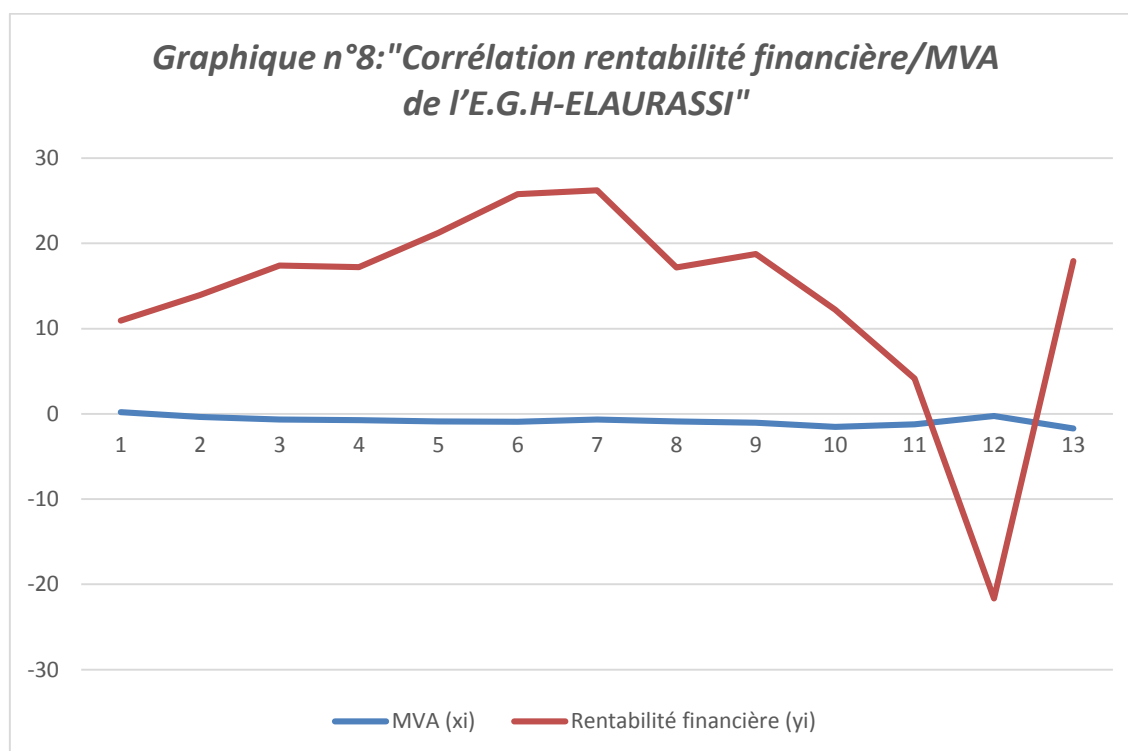
Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

$$r = \frac{-288,01}{\sqrt{41,4} \times \sqrt{23\,287,27}} = \frac{-288,01}{6,43 \times 152,60} = \frac{-288,01}{981,22}$$

$$r = -0,29 \rightarrow r^2 = 08,41\%$$

Faible corrélation entre la rentabilité interne et la réaction du marché et le lien entre ces deux variables est insignifiant.

Ce tableau peut être illustré par le graphique qui suit (AURASSI) :



Le lien entre les indicateurs de mesure de la création de valeur sur le plan interne (EVA, rentabilité financière) et sur le plan externe (MVA, MTB et TSR) peut être résumé dans les tableaux suivants :

Tableau n°61: « Lien EVA/MVA – R.FIN/MVA »

Entreprise-Groupe	Coefficient de corrélation r (EVA/MVA)	R ² : pouvoir explicatif de l'EVA	Coefficient de corrélation (R.F/MVA)	R ² : pouvoir explicatif de R.F
Groupe SAIDAL	00,05	02,60%	-00,54	29,16%
E.G.H EL AURASSI	-00,40	16,00%	-00,29	08,41%

Source : nos regroupements d'après les résultats des tableaux de corrélation.

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

Tableau n°62 : « Lien EVA/MTB – EVA/TSR »

Entreprise- Groupe	Coefficient de corrélation r (EVA/MTB)	R ² : pouvoir explicatif de l'EVA	Coefficient de corrélation (EVA/TSR)	R ² : pouvoir explicatif de l'EVA
Groupe SAIDAL	-00,57	32,49%	-00,005	00,0025%
E.G.H EL AURASSI	-00,54	29,16%	00,18	03,24%

Source : nos regroupements d'après les résultats des tableaux de corrélation.

3/ Discussion des résultats : SAIDAL – AURASSI.

Les résultats de la corrélation ne révèlent aucune contradiction avec ceux du chapitre un et deux de la deuxième partie. En effet, les rapports investissement total/actif total et investissement total/chiffre d'affaires sont négativement corrélés à la création de valeur intrinsèque quel que soit l'indicateur retenu. Ceci met en évidence la conclusion selon laquelle l'AURASSI est créateur de valeur intrinsèque sur toute la période de l'étude malgré une variation tantôt à la hausse, tantôt à la baisse du taux d'investissement. Naturellement, l'investissement entraîne à la hausse la création de valeur intrinsèque. Or, s'agissant du cas de l'AURASSI, la création de valeur intrinsèque est perceptible sur douze années et a atteint son niveau le plus élevé entre 2005 et 2008, tandis que le taux d'investissement durant cette période est le plus bas de tous les exercices comptables. Il y a donc une corrélation négative entre l'investissement et la création de valeur intrinsèque. Il en est de même pour le taux de l'intensité capitalistique qui est aussi négativement corrélé à la création de valeur intrinsèque. Lorsque l'entreprise mise sur l'investissement lourd, elle n'envisage pas une création de valeur à court terme ou dans l'immédiat et la diminution du taux d'intensité capitalistique dans le temps, révèle bel et bien la volonté de l'entreprise de créer la valeur à court terme. La diminution de ce taux entre 2000 et 2009 est suivie d'une progression continue des indicateurs de mesure retenus : EVA et IV.

Concernant le cas de l'AURASSI, il y a une corrélation négative entre le taux d'investissement, d'intensité capitalistique et la création de valeur intrinsèque. Le pouvoir explicatif des deux taux est respectivement de 29,16% et 75,69%.

Le cas de Saidal ne révèle pas des résultats en contradiction avec ceux de l'Aurassi. En effet, la corrélation entre le taux d'investissement et l'EVA est négative ($r=-00,63$), indiquant que la création de valeur intrinsèque que le groupe a pu réaliser de 2006 à 2009, n'est pas consécutive à sa politique d'investissement. Il en est de même pour le taux d'intensité capitalistique qui est négativement corrélé à l'EVA, soit un coefficient de corrélation de ($r=-00,69$) avec un pouvoir explicatif de 47,61%. Ceci indique que tout recours aux investissements lourds entraîne à la baisse la valeur intrinsèque.

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

Quant à l'endettement, il semble que le taux de la dette connaît une variation à la baisse même durant la période où l'AURASSI crée plus de valeur. Il y a une corrélation négative entre les deux variables, soit un coefficient de ($r=-0,59$). Ainsi, le pouvoir explicatif est de 34,81%. Dès lors, l'hypothèse selon laquelle l'endettement influence positivement la création de valeur intrinsèque est rejetée pour le cas de l'AURASSI. Ce constat ne s'oppose pas au cas de Saidal malgré une corrélation positive avec un coefficient r égal à (+0,18). Le lien entre l'endettement et l'EVA reste faible, voire insignifiant vu un pouvoir explicatif inférieur à 10% (il n'est que de 03,24%).

Etant donné que Saidal et l'AURASSI comptent parmi les entreprises cotées, l'étude de l'intensité entre les variables d'investissement, de financement et la création de valeur boursière s'impose. L'étude portant sur la corrélation entre ces variables révèle des résultats insignifiants d'un point de vue économique, aussi bien pour le cas de Saidal que de l'Aurassi. Concernant le cas de l'Aurassi; étant positifs, les coefficients de corrélation de 0,23 ; 0,31 et de 0,12; indiquent une variation dans le même sens des décisions financières de type d'investissement et de financement, et la valeur boursière mesurée par la MVA. Or, à l'exception de l'année 2000, l'indicateur de mesure MVA est négatif sur toute la période de l'étude (de 2001 à 2012), et ce quel que soit la variation des variables d'investissement et de financement. Aucune de ces variables ne semble impacter la réaction du marché, malgré les coefficients de corrélation qui s'avère positifs avec des pouvoirs explicatifs faibles, voire insignifiants.

Les résultats de Saidal ne diffèrent pas beaucoup de ceux de l'Aurassi. En effet, la réaction du marché mesurée par la MVA ne dépend guère des décisions d'investissement qui ressortent de la gestion interne du groupe. Les résultats sur la corrélation révèlent que le taux d'investissement ainsi que d'intensité capitalistique corréleront positivement avec la MVA, avec des coefficients r respectivement de (+0,16) et (+ 0,14). Mais ces résultats n'ont aucune signification d'un point de vue économique puisqu'à toute variation des taux d'investissement, qu'elle quelle soit, correspond une MVA négative. De plus, les pouvoirs explicatifs des taux d'investissement et d'intensité capitalistique ne sont respectivement que de 02,56% et 01,96%. Quant à l'endettement, la variable dettes totales corréleront négativement avec la MVA ($r=-0,43$), expliquant ainsi l'indifférence du marché boursier.

Concernant le lien entre la valeur boursière et la valeur intrinsèque de l'action, l'indice de MVA de l'Aurassi est négativement corrélé à celui de l'EVA. L'augmentation de l'EVA indiquant une création de richesse sur le plan interne est négativement perçue par le marché. En effet, le coefficient de corrélation entre ces deux variables est de (-0,40), indiquant une variation dans un sens inverse. Quant au pouvoir explicatif de l'EVA, il n'est que de 16%, indiquant que la création de valeur interne explique près de 16% de la performance de marché. Les investisseurs s'appuieraient ainsi à 16% sur les performances internes de l'AURASSI dans leur évaluation. Il en est de même pour les variables EVA et MTB, puisque la corrélation entre ces deux variables est négative (-0,54) avec un pouvoir explicatif insignifiant. Quant à la corrélation entre

Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et les valeurs intrinsèques et boursières de l'action

la rentabilité financière et MVA, elle est très faible, soit un coefficient de $-0,29$ et un pouvoir explicatif de $0,41\%$. Le lien entre ces variables est insignifiant.

Concernant le cas de Saidal, il y a une très faible corrélation entre l'indicateur de l'EVA et celui de MVA. Le coefficient de corrélation r est égal à $(+0,05)$ et le pouvoir explicatif n'est que de $0,60\%$. Les autres indicateurs de mesure de valeur externe tels que : MTB et TSR corrélaient négativement avec l'EVA et la rentabilité financière, indiquant de ce fait que les investisseurs ne s'appuient pas sur la valeur intrinsèque dans leur évaluation.

Le pouvoir explicatif de l'EVA est faible indiquant, de ce fait, que la performance boursière ne dépend pas exclusivement des performances internes. D'autres facteurs liés à la conjoncture boursière semblent influencer la perception des investisseurs. Ce constat ne s'oppose pas aux résultats et conclusions des chapitres quatre et cinq.

Conclusion du chapitre.

L'objectif de ce chapitre était d'approfondir notre recherche en procédant à l'étude de la corrélation entre les variables explicatives de la valeur et les indicateurs de mesure retenus. Les résultats obtenus ne révèlent pas une différence significativement importante entre l'impact des décisions financières de type d'investissement et de financement sur les valeurs intrinsèques et boursières, et la corrélation entre ces variables.

En effet, la création de valeur sur le plan interne n'est pas influencée par les décisions d'investissement et de financement. Il en est de même pour la valeur externe, car elle ne semble pas être impactée par la variation des variables explicatives retenues (taux d'investissement, d'endettement), et ce quel que soit la variation de ces variables, à la hausse ou à la baisse. Sur toute la période de l'étude pour les deux cas étudiés, la réaction du marché est négative s'expliquant ainsi par l'existence d'autres facteurs externes liés à la conjoncture boursière qu'à la situation interne et réelle des entreprises étudiées.

Le coefficient de corrélation de l'EVA avec les indicateurs externes de valeur confirme bel et bien ce constat. Car le pouvoir explicatif de l'EVA est faible, indiquant que les investisseurs dans leur évaluation de l'entreprise ne comptaient pas beaucoup sur les performances internes. Plusieurs facteurs même subjectifs influencent la décision des investisseurs, pouvant conduire ainsi à des décisions d'investissement irrationnelles. Ceci est l'objet de la finance comportementale, laquelle n'a pas été abordée dans la présente recherche. Toutefois, cette limite est à prendre en compte en vue d'approfondir et d'affiner ce travail dans le futur.

Conclusion de la deuxième partie

L'objectif de cette partie est de mesurer la valeur créée par les entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger à savoir : le groupe SAIDAL et l'entreprise de gestion hôtelière l'AURASSI. Etant cotées, ces entreprises disposent de deux valeurs : l'une associée à leurs activités internes et l'autre à l'appréciation et la réaction du marché sur lequel sont cotées. Sur le plan interne, nous avons avancé que les décisions financières de type d'investissement et de financement sont l'assise de la création de valeur intrinsèque, jouant ainsi un grand rôle dans la détermination de la valeur d'un point de vue externe. D'où la deuxième préoccupation de notre travail liée au lien entre ces deux valeurs : intrinsèque et boursière.

Sur la base des données comptables, tirées telles qu'elles sont données aux états comptables, les résultats révèlent des situations tantôt de destruction, tantôt de création de valeur sur toute la période de l'étude.

Concernant le cas de SAIDAL, les résultats empiriques ne confirment que partiellement les hypothèses de notre travail selon lesquelles le nouveau système de gouvernance, induit par la cotation, impacte positivement la création de valeur intrinsèque, en influençant les décisions financières de type d'investissement et de financement. En effet, les résultats révèlent une différence significativement marquante entre les périodes allant de 1998 à 2005 et de 2010 à 2012, et la période allant de 2006 à 2009. Si durant la première période (1998 – 2005 et 2010-2012) le groupe SAIDAL est destructeur de valeur et les décisions financières ne semblent pas impacter la création de valeur intrinsèque, les résultats gagnent en signification durant la seconde période, allant de 2006 à 2009. Toutefois, les résultats de cette période ne valident pas à eux seuls les hypothèses avancées. D'autant plus, la valeur créée durant cette période ne trouve ses origines ni dans la décision d'investissement, ni dans celle de financement.

Sur les quinze années d'étude, le groupe a pu réaliser cinq années d'EVA positive et d'IV supérieur à 100%. Quant à la création de valeur d'un point de vue externe, l'étude empirique ne met en évidence aucun impact positif des décisions financières et de la gouvernance sur la valeur boursière. Le groupe est destructeur de valeur boursière sur toute la période de l'étude, en réalisant douze années de MVA négative faisant ainsi subir aux actionnaires des pertes colossales et seulement deux années de MVA positive, mais ces dernières ne peuvent pas valider à elles seules les hypothèses portant sur la valeur boursière.

Concernant le cas de l'entreprise de gestion hôtelière AURASSI, les résultats obtenus révèlent une différence significative avec ceux réalisés sur le groupe SAIDAL. En effet, sur les quatorze années d'étude, l'AURASSI a réalisé douze années d'indicateurs de mesure positifs (EVA positives et IV supérieur à 100%) dont l'origine n'est pas les décisions financières de type d'investissement et de financement. Ainsi, sont rejetées les hypothèses selon lesquelles, l'investissement et la décision de

financement influencent positivement la création de valeur intrinsèque. Quant à la valeur boursière, les résultats réalisés montrent une différence significativement marquante avec ceux obtenus sur la valeur intrinsèque.

Au travers les indicateurs de mesure retenus (MVA et MTB), l'AURASSI ne crée guère de la valeur par ses performances boursières. Il fait subir à ses actionnaires des pertes colossales de la période allant de 2001 à 2012. Ceci indique que l'estimation du marché financier s'éloigne des performances internes de l'AURASSI. En se référant à la corrélation dont l'objectif est l'étude de l'intensité de lien entre les valeurs internes et externes de l'action, les résultats empiriques révèlent que la valeur externe ne semble pas être impactée ni par les variables explicatives de la valeur interne (investissements, financement), ni par les indicateurs de mesure de celle-ci (EVA, IV,...). La valeur externe du groupe SAIDAL et l'AURASSI semble être influencée par d'autres facteurs liés beaucoup plus à la conjoncture boursière plutôt à la performance interne de ces entreprises. Comme tout modèle, le nôtre aussi présente des limites qui restent autant de pistes permettant d'affiner ce travail.

CONCLUSION GENERALE

L'objet de cette thèse est d'étudier l'impact des décisions financières de type d'investissement et de financement sur la création de valeur intrinsèque et boursière de l'action des entreprises publiques algériennes, cotées à la bourse d'Alger. Cet impact ne peut être étudié sans l'intégration de la gouvernance car la cotation entraîne une modification du système de gouvernance, influençant le comportement et la conduite stratégique de l'équipe dirigeante. De plus, selon Gérard Charreaux (1999), la question de la mesure de création de valeur s'inscrit dans le contexte de la gouvernance des dirigeants, c'est-à-dire dans une perspective d'incitation-contrôle.

Nos recherches ont été motivées par le rôle crucial que joue l'entreprise dans le développement économique et l'importance que revêt la création de valeur aussi bien sur le plan interne qu'externe pour assurer ce développement. Et ce, en évitant tout dysfonctionnement de l'économie et en permettant davantage de croissance. De ce fait, notre travail s'est fondé sur le constat suivant :

Dans la mesure où l'admission à la cote expose l'entreprise aux conditions et contraintes du marché financier, la création de valeur aussi bien au niveau interne qu'externe est devenue une réalité incontournable. Les décisions d'investissement et de financement sont l'assise de la création de valeur, d'où la question principale de notre travail : les entreprises algériennes, cotées à la bourse d'Alger à savoir SAIDAL et l'E.G.H.ELAURASSI, réussissent-elles la création de valeur d'un point de vue interne et externe ?

Nous formulons ainsi les hypothèses selon lesquelles la gouvernance, les décisions d'investissement et de financement influencent positivement la création de valeur intrinsèque et boursière des entreprises algériennes cotées. Concernant la période de l'étude, nous avons pris une période d'analyse s'étalant sur : 15 ans dans le cas de SAIDAL et 14 ans dans le cas de l'E.G.H-EL AURASSI. Et ce, en adoptant l'étude de type : avant et après la cotation.

Partant du postulat théorique selon lequel les décisions d'investissement et de financement comptent parmi les leviers stratégiques de création de valeur, nous avons considéré dans la présente recherche qu'une bonne gouvernance allant de pair avec l'objectif de création de valeur incitent les dirigeants à réaliser cet objectif, en augmentant les investissements en nombre et en taille et en augmentant le taux de la dette. Ceci est représenté par les ratios d'investissement, d'intensité capitalistique et de dette, désignant ainsi les variables explicatives de la création de valeur.

Etant donnée la multitude des indicateurs de création de valeur, nous avons retenu : Economic value added (EVA) et l'indice de valeur (IV) pour mesurer la valeur intrinsèque, renseignant sur le résultat des actions stratégiques entreprises en interne ; et total shareholder (TSR), market value added (MVA) et market to book (MTB) pour mesurer la création de valeur d'un point de vue externe. Après avoir mesuré la création de valeur au sein des entreprises retenues, nous avons procédé à l'étude de l'intensité

du lien entre les variables explicatives et les indicateurs de mesure retenus. Et ce, en étudiant la corrélation par le modèle des moindres carrés.

Une des premières questions de notre recherche est de savoir dans quelle mesure la gouvernance, la politique d'investissement et de financement comptent parmi les leviers stratégiques de création de valeur intrinsèque et boursière. La première partie structurée en trois chapitres avait pour objet de répondre à cette question. En effet, dans le premier chapitre, on a expliqué que la gouvernance via ses mécanismes modifie l'architecture organisationnelle, constituant de ce fait un moyen de résoudre et d'éviter les conflits d'intérêts. Une bonne gouvernance incite les agents composant l'entreprise, en dépit de leurs intérêts conflictuels, à se converger vers l'objectif de création de valeur. L'instauration d'une nouvelle politique de rémunération des dirigeants et de nouveaux mécanismes de contrôle (conseil d'administration) sont autant de facteurs jugés incitatifs et permettant aux dirigeants de gérer dans une optique de valeur, en s'engageant dans des projets d'investissement assurant un retour sur investissement et créant de la valeur. Ainsi, l'objectif de notre travail est de replacer les décisions d'investissement et de financement dans le cadre de la gouvernance afin de comprendre l'apport de cette dernière aux choix stratégiques de l'entreprise en termes d'investissement et de financement. La gouvernance constitue un préalable pour créer de la valeur dans la mesure où ses mécanismes influencent la nature des relations entre les propriétaires et les dirigeants d'une part, et d'autre part, agissent sur les décisions d'investissement et de financement considérées comme l'assise de la création de valeur. Cette dernière ne se limite pas à la seule gestion des relations entre les différentes parties prenantes, elle est aussi tributaire d'une bonne gestion dans la prise de décisions de type d'investissement et de financement.

C'est ainsi que le chapitre deux répond à notre deuxième préoccupation concernant l'investissement et la valeur, en expliquant bien l'apport de la décision d'investissement à la création de valeur.

Cet apport est positif lorsque l'équipe dirigeante opte pour les décisions d'investissement les plus opportunes. Le choix des investissements est fonction de l'évaluation qui constitue un facteur déterminant, puisqu'elle permet de distinguer les investissements créateurs de valeur de ceux qui ne le sont pas. L'investissement crée de la valeur dans la mesure où son rendement compense largement le coût des ressources ayant permis d'y parvenir. Par ailleurs, l'entreprise ne peut décrypter une telle situation qu'en procédant à une évaluation préalable de ses investissements. Tout investissement dont le rendement est supérieur au coût de financement est jugé créateur de valeur. Dès lors, l'évaluation est conçue comme un moyen d'aide à la prise de décision d'une part, et une exigence pour assurer l'optimum en matière de décision d'investissement d'autre part. De plus, nous avons constaté tout au long de ce travail qu'une entreprise ne peut réussir sa politique d'investissement qu'en disposant des ressources financières car toute décision d'investissement nécessite la mobilisation de ces ressources. Etant donné la diversification des sources de financements (internes et externes) et les coûts qu'elles engendrent, toute décision d'investissement doit être

accompagnée d'une décision de financement opportune, permettant ainsi de créer de la valeur. Dès lors, on s'est interrogé sur le lien entre financement et valeur.

Le troisième chapitre avait pour objet de répondre à cette préoccupation, en montrant dans quelle mesure la décision de financement constitue un moyen de création de valeur. En effet, l'investissement n'est jugé créateur de valeur que si, seulement si, son rendement est supérieur aux coûts des ressources appréhendées par le coût du capital. Puisque ce dernier est la moyenne pondérée des exigences de rentabilité des apporteurs de fonds, le choix entre financement par fonds propres et dettes s'impose. Lequel doit avoir un impact positif sur la valeur aussi bien sur le plan interne qu'externe. Cet impact est le produit d'une étude approfondie du choix de financement. Ainsi, le recours à la dette peut s'expliquer par des avantages fiscaux et disciplinaires.

Tout au long de ce chapitre, nous avons expliqué que la politique de financement peut contribuer à la création de valeur dans la mesure où l'entreprise procède à l'arbitrage entre les avantages et les inconvénients des financements par fonds propres et par dettes. Et ce, en comparant les deux ressources tout en tenant compte de trois points : l'endettement doit entraîner la rentabilité financière à la hausse, sous réserve que le coût de l'endettement soit couvert par le rendement des actifs financés ; l'endettement peut faire augmenter le risque financier influençant ainsi le coût des fonds propres, et d'un point de vue fiscal, l'endettement fait bénéficier d'une économie d'impôt étant donné la déductibilité des charges financières. Tenant compte de ces principaux résultats, l'entreprise ne réussit la création de valeur via sa politique de financement que si elle arbitre entre les avantages de l'endettement et le risque de faillite, qui pèse à mesure que son recours à l'endettement augmente de façon continue. Dès lors, nous avons souligné que la politique de financement, pour qu'elle contribue à la création de valeur, doit dépendre beaucoup plus des opportunités de croissance plutôt de quelconque avantages fiscaux qui peuvent être facilement contrebalancés suite au recours accru à l'endettement faisant ainsi supporter des coûts financiers à l'entreprise.

Au travers la première partie composée de trois chapitres, on a démontré la relation entre la gouvernance, les décisions d'investissement, de financement et la création de valeur intrinsèque et boursière. Chacune de ces décisions encadrées par une bonne gouvernance, constitue un levier de création de valeur. En effet, la bonne gouvernance entraîne la mise en place des mécanismes d'incitation et de contrôle, incitant les dirigeants à agir dans une perspective de création de valeur, en adoptant des stratégies d'investissement et de financement les plus opportunes. Toutefois, l'impact des décisions financières de type d'investissement et de financement sur la valeur ne se réduit pas à l'approche théorique. Il nécessite une étude empirique dont l'objectif principal est la mesure de la valeur d'un point de vue interne et externe. Les indicateurs de mesure de celle-ci reflètent à la fois le résultat de la gestion interne et les anticipations du marché sur lequel sont cotées les entreprises. Ils constituent un levier décisionnel en termes de création de valeur. Dès lors, on s'est interrogé sur la création de valeur au sein des entreprises algériennes cotées à la bourse d'Alger.

Dans la deuxième partie, structurée en trois chapitres, on a répondu à cette interrogation en présentant l'étude empirique. Six hypothèses sont formulées et testées sur deux cas algériens : groupe SAIDAL et l'E.G.H.EL AURASSI cotés à la bourse d'Alger, avec des données comptables de la période allant de 1998 à 2012. Les indicateurs de mesure de la valeur sont approchés par l'EVA, IV, MVA, MTB et TSR, et par les mesures comptables à savoir la rentabilité financière.

L'étude empirique concernant la valeur intrinsèque est présentée dans le premier chapitre de la deuxième partie. Trois hypothèses sont testées sur les cas qu'on a retenus.

En premier lieu, ce chapitre vérifie la relation entre le nouveau mode de gouvernance induit par la cotation ; l'investissement ; la politique de financement et la création de valeur intrinsèque au sein de SAIDAL. Les résultats ne valident pas l'hypothèse de la création de valeur intrinsèque sur toute la période de l'étude (de 1998 à 2012), puisqu'ils montrent une différence significativement marquante en termes de création de valeur entre la période allant de 1998 à 2005 ; de 2010 à 2012 et celle allant de 2006 à 2009. Si le nouveau système de gouvernance induit par la cotation, influençant les leviers créateurs de valeur, ne semble pas impacter la création de valeur de 1998 à 2005 et de 2010 à 2012 ; les résultats gagnent en signification si l'on se réfère à la période allant de 2006 à 2009. C'est ainsi qu'on considère que les résultats de notre recherche ne confirment que partiellement les postulats théoriques avancés par la théorie de l'agence. Sur les quinze années d'étude, les indicateurs de mesure de la valeur sur le plan interne varient tantôt à la hausse, tantôt à la baisse, indiquant alternativement des situations de création et de destruction de valeur. Les résultats révèlent que SAIDAL n'a pu enrichir ses actionnaires que sept ans après la cotation en réalisant cinq années d'EVA positives et d'IV dépassant les 100%. Le caractère positif ou négatif de l'influence sur la valeur interne dépend davantage de la nature des décisions d'investissement et de financement considérées comme l'assise de la création de valeur d'une part, et la nature des relations entre l'équipe dirigeante et les actionnaires d'autre part. D'un point de vue interne, on observe de façon générale une destruction de valeur entre 1998-2005 et 2010-2012, et une tendance inverse durant la période allant de 1996 à 2009. Toutefois, la création de valeur réalisée durant cette période ne valide pas à elle seule l'hypothèse de création de valeur intrinsèque.

En second lieu, le chapitre un de la deuxième partie examine le cas de l'entreprise de gestion hôtelière EL AURASSI. Cette dernière s'avère créatrice de valeur sur douze années et génère de façon croissante de la richesse vu la progression continue des indicateurs de valeur intrinsèque.

La cotation des entreprises étudiées impose une évaluation et une estimation de l'action par le marché. Cette évaluation dépend principalement des anticipations des investisseurs quant aux résultats et au devenir de l'entreprise. Dès lors, on s'est interrogé sur la création de valeur boursière.

Au travers le chapitre deux de la deuxième partie, on a étudié la création de valeur boursière sur le marché financier algérien ou la bourse d'Alger.

En examinant le cas de SAIDAL, les résultats révèlent une destruction de valeur boursière. Une tendance vers la baisse de la valeur, faisant ainsi subir aux actionnaires des pertes colossales.

En termes de performances boursières, le groupe SAIDAL est destructeur de valeur avec des indicateurs de mesure négatifs tant en valeur monétaire qu'en pourcentage. En effet, sur toute la période de l'étude, le groupe n'assure que deux années de MVA positive et de MTB supérieur à l'unité contre douze années de destruction de valeur. Le marché boursier ne semble pas s'inspirer de la situation interne du groupe voire de sa performance interne, puisque la destruction de valeur concerne même les années durant lesquelles le groupe est créateur de valeur sur le plan interne. Aux années d'EVA positives, soit de 2006 à 2009, correspond des MVA négatives et des MTB inférieurs à l'unité. Ceci indique que le marché boursier réagit négativement, entraînant ainsi les indicateurs de mesure à la baisse.

Etant donné que l'EVA traduit la performance interne et économique de l'entreprise et que les indicateurs externes de mesure sont négatifs même pour des EVA positives, la valeur boursière ne dépend pas exclusivement des performances internes du groupe.

Il en est de même pour le cas de l'E.G.H.EL AURASSI. Sur le plan interne, l'entreprise est créatrice de valeur sur presque toute la période de l'étude mais sur le plan externe, elle ne réalise qu'une seule année sur douze de MVA positive et de MTB supérieur à l'unité. Ceci étant, l'AURASSI n'enrichit pas ses actionnaires par ses performances boursières et leur fait subir, en conséquence, des pertes colossales malgré la création de richesse au niveau interne. Naturellement, cette dernière observée au travers l'EVA et l'IV devrait impacter positivement la perception et l'anticipation des investisseurs, entraînant ainsi leur réaction et les indicateurs de mesure externe à la hausse. Or, sur toute la période de l'étude et selon les années, alternativement, la tendance est tantôt à la hausse, tantôt à la baisse des variables explicatives de la valeur interne (taux d'investissement et de la dette) sans qu'il soit permis de mettre en évidence une quelconque influence positive sur la valeur boursière. A l'instar du groupe SAIDAL, l'évaluation externe de l'action de l'E.G.H.EL AURASSI ne dépend guère de ses performances internes, traduisant le résultat de ses actions stratégiques en termes d'investissement et de financement.

L'évaluation par le marché financier semble être éloignée de la réalité et de la situation interne des entreprises. Elle est liée beaucoup plus à la conjoncture boursière. Toutefois, nous nous sommes interrogés sur le lien entre la valeur intrinsèque et la valeur boursière, en se posant la question suivante : à quel degré les variables explicatives de l'EVA (investissement, financement) et la valeur intrinsèque expliquent-elles la valeur boursière ? Dans le chapitre trois, on a répondu à cette

question, en étudiant le lien entre ces différentes variables par la corrélation basée sur le modèle des moindres carrées.

Les résultats de la corrélation ne diffèrent pas de ceux des chapitres un et deux. En effet, ces résultats révèlent que les variables représentant les décisions d'investissement et de financement, expliquant ainsi la création de valeur intrinsèque, ne sont pas un facteur exclusivement déterminant de la valeur boursière. De plus, le pouvoir explicatif de l'EVA est très faible, indiquant de ce fait que la création de valeur d'un point de vue externe est influencée par d'autres facteurs autres que ceux liés à la performance interne de l'entreprise. Au travers le chapitre trois, nous avons constaté que les bailleurs de fonds voire les investisseurs dans leur évaluation de l'entreprise ne comptaient pas sur les performances internes, mais sur d'autres facteurs pouvant être subjectifs et liés à la conjoncture boursière, influençant ainsi leur anticipation et perception.

La réaction négative du marché financier, quant à la situation interne des entreprises cotées, ne reflète que le manque de rigueur dans la mise en application des régulations concernant la gouvernance des entreprises et le développement du marché boursier.

La privatisation par voie boursière ne semble convaincre ni les entreprises ni les investisseurs, et l'Etat ne trouve pas les moyens de les inciter à y participer activement. En Algérie, ce type de privatisation est partiel car les entreprises actionnarisées restent en grande partie détenues par l'Etat. Ce dernier est majoritaire dans toutes les entreprises publiques admises à la cote. Dès lors, ces entreprises ne jouissent pas d'une liberté d'action et de décision leur permettant de définir leur propre stratégie. Elles servent aussi d'instrument d'application de la politique de l'Etat en déployant des mesures sociales et politiques. Dans le contexte algérien, l'Etat en sa qualité d'actionnaire majoritaire détient toutes les prérogatives liées à la gestion interne des entreprises. Tous les acteurs sont placés et nommés sous son autorité. Ceci limite l'intervention de ces acteurs, les rendant ainsi démotivés et désintéressés par le devenir de l'entreprise. Dès lors, un manque de transparence et une certaine opacité caractérisent la gestion des entreprises publiques cotées.

De plus, étant donné que le marché boursier algérien n'est pas trop développé, l'appel public à l'épargne n'est pas la source principale de financement des entreprises. L'économie algérienne compte toujours sur le financement par le canal bancaire. Ce sont autant de facteurs qui démotivent le public à investir dans le capital des entreprises algériennes cotées, rendant ainsi la participation au développement du marché boursier de plus en plus faible.

La privatisation par voie boursière ou l'actionnarisation en Algérie reste une réorganisation interne de la structure de l'entreprise sans pour autant modifier profondément le système politique et économique.

A l'appui des résultats de notre étude, nous tenterons de suggérer quelques éléments de politique économique pour un meilleur développement de l'économie en général et des entreprises publiques cotés en particulier.

Etant donné que la création de valeur boursière ne dépend pas exclusivement des performances internes des entreprises, nous recommandons aux entreprises d'éviter toute asymétrie informationnelle à l'égard des investisseurs. La transparence informationnelle joue un rôle crucial dans l'évaluation externe de l'entreprise à un niveau proche de sa valeur interne, voire de sa juste valeur. De plus, elle renforce la confiance des investisseurs, les encourageant ainsi à participer au changement de l'économie en général et au développement du marché boursier en particulier.

Nous recommandons aussi de promouvoir le principe de bonne gouvernance aussi bien au niveau micro-économique que macro-économique, car les règles de bonne conduite et le règne de la loi constituent un des moyens permettant d'améliorer la performance des entreprises qu'elle soit interne ou externe.

Ce travail de recherche nous a permis d'obtenir des résultats et à en tirer des conclusions. L'étude empirique nous a permis de comprendre le lien entre la gouvernance, les décisions financières de type d'investissement et de financement, et la création de valeur intrinsèque et boursière.

Les dirigeants des entreprises peuvent s'inspirer de ce travail de recherche pour évaluer l'impact de leur choix stratégiques en termes d'investissement et de financement sur la création de valeur.

Comme tout modèle, le nôtre présente des limites qui restent autant de pistes permettant d'affiner ce travail.

Les résultats de notre étude doivent être considérés à la lumière des limites de la recherche. Celles-ci tiennent notamment au champ d'analyse retenu, seules quelques implications de la théorie de l'agence, quant à l'impact des décisions financières de type d'investissement et de financement sur la création de valeur intrinsèque et boursière, sont testés dans la présente recherche.

Les limites de notre travail de recherche tiennent aussi à la faiblesse du nombre de cas étudiés, seulement deux cas (groupe SAIDAL, l'E.G.H.EL AURASSI). De plus, la présente recherche n'incorpore pas l'ensemble des facteurs pouvant influencer les décisions d'investissement et de financement. En effet, la variation à la hausse ou à la baisse du nombre des investissements n'explique pas automatiquement une destruction ou une création de valeur, puisque les investissements peuvent s'avérer rentables même s'ils ne sont pas nombreux. De surcroit, l'augmentation des investissements ne peut garantir à elle seule la convergence d'intérêt entre les dirigeants et les actionnaires. Ceci limite donc la signification des variations observées.

Les limites résident aussi dans les difficultés de définir et d'opérationnaliser les variables. Ces dernières sont opérationnalisées à partir d'indicateurs simplifiés, entre autre : taux d'investissement, taux d'endettement, EVA, IV, MVA, MTB et TSR.

Tout au long de ce travail de recherche, on n'a procédé à aucun traitement des données comptables. Elles sont tirées telles quelles sont données aux états comptables faisant l'objet de publication. Or, le calcul des indicateurs de valeur intrinsèque, EVA notamment, nécessite plusieurs retraitements, voire plusieurs ajustements pour une meilleure estimation de la valeur intrinsèque. De plus, les indicateurs de mesure retenus à savoir : l'EVA, IV, MVA et MTB ne sont pas utilisés dans le champ décisionnel des entreprises publiques algériennes, qu'elles soient cotées ou non. Tout comme dans plusieurs pays occidentaux, en Algérie l'approche par la valeur reste très dominée par la dimension économique et financière et que le recours à l'EVA et MVA reste marginal dans la réalité décisionnelle.

Par ailleurs, l'étude de la liaison entre la valeur boursière et les informations comptables publiées (EVA, résultat net,...etc.) sans tenir compte d'autres facteurs liés à la conjoncture boursière, dont la prévention et la maîtrise sont très difficiles, limite du fait la portée des conclusions. Ceci est l'objet de la finance comportementale.

Enfin, une autre limite tient au calcul des coûts de ressources. Il s'agit du coût des fonds propres où nous avons respectivement retenu 19% et 06,14% pour les cas de SAIDAL et l'AURASSI, lesquels taux sont déterminés selon le modèle de Medaf. Chaque élément de ce dernier pose problème dans la pratique, tel est le cas du β dont la variation n'est pas stable dans le temps. Son calcul nécessite donc une actualisation et un redressement en tenant compte de la variation des résultats de l'entreprise. Ceci n'a pas été pris en compte dans la présente recherche, limitant ainsi la portée des conclusions. Le modèle de Medaf postule que les marchés sont efficaces mais réellement, ceci ne correspond guère à la réalité des entreprises, notamment algériennes.

Tous les résultats de la présente recherche doivent être considérés à la lumière des limites citées ci-dessus. De plus, ces limites restent autant de pistes permettant d'améliorer ce travail, en envisageant de futures recherches.

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages

Alain Ach Y. et **Daniel C.**, « Finance d'entreprise », Hachette, Paris, 2004.

Albouy M., « Décisions financières et création de valeur », Economica, Paris, 2001.

Albouy M., « Décisions financières et création de valeur », 2^{ème} édition, Economica, Paris, 2003.

Bachy B. et **Sion M.**, « Analyse financière des comptes consolidés », Dunod, 2009.

Barabel-Meier et **Manageor**, « les meilleurs pratiques du management », Dunod, Paris 2010.

Barneto P., « Normes IFRS, applications aux états financiers », Dunod, 2006.

Batch L., « Finance et stratégie, Economica », Paris, 1999.

Berk J. et **De Marzo P.**, « Finance d'entreprise », Edition: Pearson, Education France, 2008.

Bodie Z. et **Merton R.**, « Finance », Pearson Education, Paris 2011.

Bonnefous CH. et **Courtois A.**, « Indicateurs de performance », Hermes Science Europe, 2001.

Bréchet J-P., « Valeur, marché et organisation », Actes des XIV^{ème} journées nationales des I.A.E, Nantes, Paris, 1998.

Bréchet J-P. et **Mévellec P.**, « Marchés financiers et gouvernement de l'entreprise », Ouest Edition, Paris 1998.

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

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

Caby J. et **Koëhl J.**, « Analyse financière : Avec un cas d'entreprise », Dareios & Pearson, Paris 2012.

Chambost I. et **Cuyambere T.**, « Gestion financière », Dunod, Paris, 2008.

Charreaux G., « Finance d'entreprise », EMS, 2000.

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

- Charreaux G.**, « Image de l'investissement, Ouvrage collectif », Vuibert, Paris, 2001.
- Charreaux G. et wirtz P.**, « Gouvernance des entreprises, Nouvelles perspectives », Economica, Paris, 2006.
- Ckinsey M. et Company, Copeland T., Koller T. et Murrin J.**, « La stratégie de la valeur », Organisation, Paris, 2003.
- Cobbaut R.**, « Théorie financière », Economica, Paris, 1997.
- Coriat B. et Weinstein O.**, « Les nouvelles théories de l'entreprise », Paris, 1995.
- Damodaran A.**, « Pratique de la finance d'entreprise », Groupe de Boeck, Paris, 2010.
- D'Arcimoles C-H. et Saulquin J-Y.**, « Finance appliquée », Vuibert, Paris, 2000.
- Degos J-G. et Griffiths S.**, « Gestion financière, de l'analyse à la stratégie », Edition d'organisation, Paris, 2011.
- De la Bruselerie H.**, « Finance d'entreprise », Economica, Paris, 2001.
- Delahaye J et F.**, « Finance d'entreprise », Dunod, Paris, 2007.
- Denglos G.**, « Création de valeur, Risque de marché et gouvernance des entreprises », Préface de Michel Levasseur, Economica, 2011.
- Denglos G.**, « La création de valeur, modèles, mesures, diagnostic », Dunod, paris 2003.
- Dessemont et F.**, « Le gouvernement d'entreprise », CEDIDAC, 2004.
- Ebondo E. et WA Mandzila**, « La gouvernance de l'entreprise », L'Harmattan, Paris, 2005.
- El Farissi I. et M'Rabet R.**, « Décisions financières de long terme », Economica, Paris, 2011.
- Finet A.**, « Gouvernement d'entreprise », de boeck, Paris, 2005.
- Forget J.**, « Stratégie financière », Ellipses éditions, Paris, 2007.
- Gomez P-Y.**, « La république des actionnaires », Découverte et Syros, Paris, 2001.
- Guyvarc'h A. et Thauvron A.**, « Finance », Editions Foucher, Paris, 2010.

Hirigoyen G. et **Caby J.**, « Histoire de la valeur en finance d'entreprise », Economica, Paris, 2001.

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

Igalens I. et **Point S.**, « Vers une nouvelle gouvernance des entreprises, l'entreprise face à ses parties prenantes », Dunod, Paris, 2009.

Koenig G., « Les théories de la firme », Economica, Paris, 1998.

Langlois G. et **Mollet M.**, « Manuel de gestion financière », Berti Editions, Paris, 2011.

Levasseur M. et **Quintart A.**, « Finance », Economica, Paris, 1998.

Loyé G-V., « Finance et théorie des organisations », Economica, 1998.

Maati J., « Le gouvernement d'entreprise », De Boeck Université, Paris, 1999.

Marois B. et **Bompont P.**, « Gouvernemennt d'entreprise et communication financière », Economica, Paris, 2004.

Mebtoul A., « L'Algérie face aux défis de la mondialisation », Tome 2, Office des publications universitaires.

Mintzberg H., « Pouvoir et gouvernance d'entreprise », Organisation, 2004.

Mondher C. et **Dubreuille S.**, « Création de valeur et capital-investissement », Pearson Education; France, 2005.

Parrat F., « Le gouvernement d'entreprise », Maxima, Paris, 1999.

Peltier F., « La corporate gouvernance », Dunod, 2004.

Pesqueux Y., « Le gouvernement de l'entreprise comme idiologie », ELLIPSES, 2000.

Peyrelevade J., « Le gouvernement d'entreprise », Economica, 1999.

Pichet E., « Le gouvernement d'entreprise dans les grandes sociétés cotées », Edition du siècle, Paris, 2010.

Piget P., « Décisions d'investissement, incertitude et informations », Economica, 2011.

Portait R., **Charlety P.**, **Dubois D.** et **Noubel P.**, « Les décisions financières de l'entreprise », édition Puf, Paris, 2004.

Rainelli H-le montagner., « Nature et fonction de la théorie financière », Finance PUF, Paris, 2003.

Rérolle JF., « Financement de l'entreprise et création de valeur », Article parue dans l'ouvrage « Finance d'entreprise et finance de marché, principes et applications », édition village mondial, Paris, 1998.

Thibierge C., « Analyse financière », Vuibert, Paris, 2011.

Vernimmen P., « Finance d'entreprise », Dalloz, Paris, 2005.

Vernimmen P., Quiry P. et le fur Y., « Finance d'entreprise », Dalloz, Paris, 2013.

Walsh C., « Les ratios clés du management », Pearson Education France, Paris, 2005.

Wirtz P., « Les meilleurs pratiques de gouvernement d'entreprise », la découverte, 2008.

Wirtz P., « Politique de financement et gouvernance de l'entreprise », Economica, 2002

Articles et Revues

Albouy M., « Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », Revue française de gestion N°160/2006.

Albouy M. et Obeid H., « L'impact des privatisations sur la performance des entreprises françaises », Revue Finance Contrôle Stratégie, Volume 10, n°1, mars 2007, P.6-37.

Allemand I., « Analyse des liens entre les départs de dirigeants suite à une mauvaise performance et la création de valeur : une étude menée en France », Revue Finance Contrôle Stratégie-Volume 12, n°2, Juin 2009, P.69-90.

Black et Scholes, «The pricing of options and corporate liabilities », Journal of Political Economy, Vol.8, (May-June1973).

Boujenoul A. et Zeghal D., « Effet de la structure des droits de vote sur la qualité des mécanismes internes de gouvernance : cas des entreprises canadiennes » ; Revue canadienne des Sciences de l'administration 23(3), 183-201.

Cappelletti L. et Khouatra D., « Concept et mesure de la création de valeur organisationnelle », Revue Comptabilité- Contrôle-Audit/tome 10-Volume 1- Juin 2004 (p. 127 à 146).

Catelin C. et Chatelin C., « Privatisation, gouvernement d'entreprise et processus décisionnel : Une interprétation de la dynamique organisationnelle à travers le cas France Télécom », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 4, n°2, juin 2001, P.63-90.

Charreaux G., « Théorie financière et stratégie financière », *revue française de gestion*, n° 160/2006.

Denglos G., « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise : les exigences de l'actionnaire s'opposent-elles à l'intérêt social ? », *Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion* n°224-225-Finance, mars-juin 2007.

Denglos G., « Le modèle de création de valeur : EVA-MVA : Présentation, ajustements et reformulations », *Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion* n°213-Stratégie.

Gliz A., « Le problème de l'évaluation de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché », *cahier du CREAD*, n° 54/2000.

Jensen et Meckling, «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, Vol.3, (October 1976).

Koudri A., « L'impact des privatisations sur la gouvernance des entreprises publiques », *Les cahiers du CREAD*, n°50/1999.

Lacroix M. et Zambon S., « Capital intellectuel et création de valeur : une lecture conceptuelle des pratiques françaises et italiennes », *Revue Comptabilité-Contrôle-Audit/numéro spécial-mai 2002*(p.61à 84).

Lintner, «The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets », *Review of Economics and Statistics*, (February 1965).

Louvet P. et Taramasco O., « Gouvernement d'entreprise : un modèle de répartition de la valeur créée entre dirigeant et actionnaire », *Revue Finance Contrôle Stratégie-Volume7, N°1*, mars 2004.

Mansali H., « Les performances économiques et boursières à long terme des sociétés introduites en bourse : le cas du marché Français (1999–2003) », *Finance contrôle stratégie*, Volume 13, n° 2, Juin 2010.

Modigliani F. et Miller, « Dividend policy Growth and the evaluation of shares », In *journal of Business* (October).

Modigliani F. et Miller, «The cost of capital corporation finance and the theory of investment », In *American Economic Review* (June 1958).

Mottis N. et Ponssard J-P., « Création de valeur, 10 ans après... », Revue française de gestion-N° 198-199/2009.

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

Najar J. et Nekhili M., « Caractéristiques comptables et financières des entreprises qui réduisent leur effectif salarié », Revue d'économie industrielle, n°126, 2^{ème} trimestre 2009.

Nguyen P. et Nivoix S., « L'impact de la gouvernance sur le niveau des disponibilités des entreprises : le cas du Japon », Revue Finance Contrôle Stratégie-Volume 14, n°4, décembre 2011.

Rehm T-P., « L'impact de l'affectation du free cash flow sur la création de valeur actionnariale : le cas de la politique d'endettement et de dividendes des entreprises cotées », Revue Finance Contrôle Stratégie-Volume 8, n°4, décembre, 2005, P. 205-232.

Rehm T-P., « Stock option, décisions financières des dirigeants et création de valeur de l'entreprise : le cas Français », Revue Finance contrôle stratégie, Volume 6, n° 3, Septembre 2003.

Reynaud E., « La création de valeur en stratégie », Revue Française de gestion, Volume 35, n° 196/2009.

Ross S., «The determination of capital structure: the incentive signalling approach », The Bell Journal of Economics, Vol.40, 1977.

Saïas M-A. et Greffeuille J., « Stratégie et création de valeur », Revue française de gestion, Lavoisier, volume 35, n° 196/ 2009.

Saïhi M., « La pertinence de la création de valeur dans l'explication de la valeur de marché de la firme », Revue Sciences de gestion, n°74, P. 45 à 64.

Sharpe W-F., « Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk », Journal of Finance, (September 1964).

Vatteville E., « La création de valeur : de l'exclusivité actionnariale à la diversité partenariale ? », Revue management & avenir, n°18.

Williamson O., « Corporate finance and corporate governance », Journal of Finance, Vol.43, (Juillet 1988).

Thèses et mémoires

Azouaou K., « La création de valeur actionnariale », mémoire de fin d'étude en vue d'obtention du diplôme d'étude bancaire, Ecole supérieure de banque, Décembre 2003.

Benmoussa F., « Gouvernance et création de valeur », Mémoire présenté pour l'obtention du diplôme de mastère en gestion des organisations, Option : Finance, Ecole supérieure de Tunis, 2005.

Ben Ammar Ben Yedder S., « Efficience, problèmes d'agence et création de valeur pour l'actionnaire au sein des banques », Thèse de doctorat, Université Paris Dauphine, Décembre 2007.

Diallo M-F., « La création de valeur dans l'entreprise : le rôle de la gouvernance et des leviers financiers », Master Gestion, Université Paul Cezanne Aix Marseille 3.

Dridi K-S., « Pourquoi les entreprises détiennent-elles de la trésorerie ? », Thèse de Doctorat, Université Paris Dauphine, Juillet 2008.

Liarge L., « Etat actionnaire et création de valeur : Une analyse par les fusions-Acquisitions », Thèse de doctorat, Université de Lille, 2004.

Missie J-G., « Contribution à la mesure de la performance financière de l'entreprise et à son lien avec la création de valeur boursière », thèse de Doctorat (Tome 1), Université Paris (X) Nanterre, Juin 2008.

Obeïd H., « Privatisation et performance économique et financière des entreprises : le cas français », thèse de doctorat, 2006.

Dictionnaires et Encyclopédies

Albouy M., « Structure financière et coût du capital », Article 165, Encyclopédie de gestion sous la direction de Yves Simon et Patrick Joffre, Economica, 1997, Page 3132.

Bancel F. et Alban R., « Flexibilité des investissements », Encyclopédie de gestion, sous la direction de Yves Simon, Patrick Joffre, 2^{ème} édition, Economica, 1997, Page 1430.

Ginglinger E., « Marchés de capitaux et financement de l'entreprise », Encyclopédie des marchés financiers, sous la direction de Yves Simon, Economica, 1997, Page 898.

Hirigoyen G., « Stratégie et finance, Approche par la création de valeur », Encyclopédie de gestion, sous la direction de Yves Simon-Patrick Joffre, Economica, 1997, Page 3071.

Hirigoyen G. et Jobard J-P., « Financement de l'entreprise : évolution récente et perspectives nouvelles », Encyclopédie de gestion, sous la direction de Yves Simon-Patrick Joffre, Economica, 1997, Page 1362.

Honoré L. et Royer Y., « Dictionnaire de la finance d'entreprise », Belin sup Economie, 2007, Page 70.

Vernimmen P., « Politique financière de l'entreprise », Encyclopédie de gestion sous-direction de Yves Simon-Patrick Joffre, Economica, 1997, Page 2343.

Textes législatifs et réglementaires

Loi 88-01 portant orientation des Entreprises Publiques Economiques.

Loi 88-03 portant constitution de 8 fonds de participation.

Loi 88-04 modifiant et complétant l'ordonnance 59-75 du 26/09/1975 portant code de commerce.

Ordonnance n°95-25 du 25 septembre 1995 relative à la gestion des capitaux marchands de l'Etat.

Ordonnance 96-27 du 9décembre 1996 modifiant et complétant l'ordonnance 75-59 du 26 septembre 1975 portant code de commerce

Ordonnance n°95/22 du 26 août 1998 relative à la privatisation des entreprises publiques éligibles au programme de privatisation. J. O. R. A, n° 34.

Décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières modifié et complété par l'Ordonnance n° 96-10 du 10 janvier 1996 et la Loi n° 03-04 du 17 février 2003.

Liste récapitulative des graphes, schémas et tableaux

Désignations et numéros	Titres	Page
1. Graphes		
Graphe n°1	« Corrélation EVA/MVA du groupe SAIDAL »	257
Graphe n°2	« Corrélation EVA/MVA de l'E.G.H.EL AURASSI »	258
Graphe n°3	« Corrélation EVA/MTB du groupe SAIDAL »	260
Graphe n°4	« Corrélation EVA/MTB de l'E.G.H.EL AURASSI »	261
Graphe n°5	« Corrélation EVA/TSR du groupe SAIDAL »	263
Graphe n°6	« Corrélation EVA/TSR de l'E.G.H.EL AURASSI »	264
Graphe n°7	« Corrélation rentabilité financière/MVA du groupe SAIDAL »	266
Graphe n°8	« Corrélation rentabilité financière/MVA de l'E.G.H.EL AURASSI »	267
2. Schémas		
Schéma n°1	« Le plan de thèse »	18
3. Tableaux		
Tableau n°1	« Récapitulatif des variables de mesure de la valeur économique intrinsèque »	128
Tableau n°2	« Récapitulatif des variables de la politique d'investissement »	129
Tableau n°3	« Récapitulatif de la variable de la politique de financement »	129
Tableau n°4	« Opérationnalisation des variables retenues pour notre recherche ».	137
Tableau n°5	« Niveau de la rentabilité des capitaux propres avant et après la cotation du groupe SAIDAL »	142
Tableau n°6	« Niveau de l'indice de valeur avant et après la cotation »	143
Tableau n°7	« Niveau de l'indice de valeur avant et après la cotation »	144
Tableau n°8	« Evolution du taux de marge d'exploitation de SAIDAL »	146
Tableau n°9	« Evolution de la rotation des actifs de SAIDAL »	147
Tableau n°10	« Evolution de la structure financière de SAIDAL »	147
Tableau n°11	« Evolution du taux d'intensité capitalistique »	149
Tableau n°12	« Evolution du taux d'investissement »	150
Tableau n°13	« Evolution du taux d'endettement global »	152
Tableau n°14	« Niveau de rendement des capitaux propres avant et après la cotation »	156
Tableau n°15	« Niveau de l'indice de valeur avant et après la cotation »	158

Tableau n°16	« Niveau de l'EVA avant et après la cotation »	158
Tableau n°17	« Evolution du taux de marge d'exploitation de E.G.H. AURASSI »	159
Tableau n°18	« Evolution de la rotation des actifs de l'E.G.H. AURASSI »	160
Tableau n°19	« Evolution de la structure financière de l'E.G.H. AURASSI »	161
Tableau n°20	« Evolution du taux d'intensité capitalistique »	162
Tableau n°21	« Evolution du taux d'investissement »	162
Tableau n°22	« Evolution du taux d'endettement global »	163
Tableau n°23	« Récapitulatif sur la valeur interne »	182
Tableau n°24	« Récapitulatif des variables de mesure de la valeur boursière »	195
Tableau n°25	« Opérationnalisation des variables retenues pour mesurer la valeur d'un point de vue externe »	200
Tableau n°26	« Niveau de la création de valeur boursière par le modèle TSR, après la cotation du groupe SAIDAL ».	203
Tableau n°27	« Création ou destruction de valeur par comparaison de TSR au coût des fonds propres »	204
Tableau n°28	« Niveau de la création de valeur boursière par market value added »	205
Tableau n°29	« la création de valeur boursière par le modèle de ratio market to book MTB ».	206
Tableau n°30	« Comparaison de l'évolution des indicateurs de mesure de la valeur boursière à celle des taux d'investissement »	208
Tableau n°31	« Comparaison de l'évolution des indicateurs de mesure de la valeur boursière à celle des taux de la dette »	211
Tableau n°32	« création de valeur boursière par le modèle de TSR, après la cotation »	216
Tableau n°33	« Comparaison de TSR au coût des fonds propres »	216
Tableau n°34	« Niveau de la création de valeur boursière par market value added (MVA) »	217
Tableau n°35	« La création de valeur boursière par le modèle de ratio market to book MTB ».	218
Tableau n°36	« TSR, MVA, MTB et l'évolution des taux d'investissement »	219
Tableau n°37	« Réaction du marché quant à l'évolution du taux de la dette »	221
Tableau n°38	« Récapitulatif sur la valeur boursière »	234
Tableau n°39	« Corrélation, Investissement total/Actif total et EVA du groupe SAIDAL	240
Tableau n°40	« Corrélation investissement total/chiffre d'affaires et EVA du groupe SAIDAL »	242
Tableau n°41	« Corrélation investissement total/actif total et EVA de l'E.G.H-EL-AURASSI »	243
Tableau n°42	« Corrélation investissement total/chiffre d'affaires et EVA de l'EGH-EL-AURASSI »	244
Tableau n°43	« Corrélation investissement total/actif total et MVA de SAIDAL »	245

Tableau n°44	« Corrélation investissement total/chiffre d'affaires et MVA de SAIDAL »	246
Tableau n°45	« Corrélation investissement total/actif total et MVA de l'EGH-AURASSI »	247
Tableau n°46	« Corrélation investissement total/Chiffre d'affaires et MVA de l'EGH-EL-AURASSI »	248
Tableau n°47	« Corrélation dette – création de valeur intrinsèque du groupe SAIDAL »	250
Tableau n°48	« Corrélation taux de la dette – EVA de l'EGH-AURASSI »	251
Tableau n°49	« Corrélation dettes et MVA de SAIDAL »	252
Tableau n°50	« Corrélation dettes et MVA de l'EGH-AURASSI »	253
Tableau n°51	« Lien Décisions financières/EVA »	254
Tableau n°52	« L'intensité entre Décisions financières/MVA »	254
Tableau n°53	« Corrélation EVA/MVA du groupe SAIDAL »	256
Tableau n°54	« Corrélation EVA/MVA de l'E.G.H.EL AURASSI »	257
Tableau n°55	« Corrélation EVA/MTB du groupe SAIDAL »	259
Tableau n°56	« Corrélation EVA/MTB de l'E .G.H-EL AURASSI »	260
Tableau n°57	« Corrélation EVA/TSR du groupe SAIDAL »	262
Tableau n°58	« Corrélation EVA/TSR de l'E.G.H-EL AURASSI »	263
Tableau n°59	« Corrélation rentabilité financière/MVA du groupe SAIDAL »	265
Tableau n°60	« Corrélation rentabilité financière/MVA de l'E.G.H-EL AURASSI »	266
Tableau n°61	« Lien EVA/MVA – R.F/MVA »	267
Tableau n°62	« Lien EVA/MTB – EVA/TSR »	268

Liste des abréviations

Abréviations	Significations
AT	Actif Total
Bi	Coefficient de risque systématique du titre i
BN	Bénéfice Net
BPA	Bénéfice Par Action
CA	Chiffre d’Affaires
CI	Capitaux Investis
CMPC	Coût Moyen Pondéré du Capital
CP	Capitaux Propres
D	Dettes
D_t	Dividende reçu à la période t
E(R_i)	Taux de Rentabilité attendu par le marché sur titre i
E(R_m)	Taux de Rentabilité espéré du marché financier
EVA	Economic Value Added
G	Taux de croissance des bénéfices
IBS	Taux d’Impôt sur les Bénéfices des Sociétés
INV	Investissement
IV	Indice de Valeur
K_{cp}	Coût des Capitaux Propres
K_D	Coût des Dettes
MTB	Market To Book
MVA	Market Value Added
NA	Nombre d’Actions en circulation

P	Prix de clôture de l'action
PER	Multiple de Capitalisation
P_t	Prix ou Cours de l'action en période t
P_{t-1}	Prix ou Cours de l'action en période t-1
R	Coefficient de Corrélation
R²	Coefficient de Détermination
RE	Résultat d'Exploitation
R.EC	Rentabilité Economique
RF	Taux de Rentabilité de l'actif sans risque
R.FIN	Rentabilité Financière
ROE	Return On Equity
ROIC	Return On Invested Capital
T_{is}	L'impôt sur le bénéfice des sociétés
TSR	Total Shareholder Return
V_B	Valeur Boursière correspondant à la capitalisation boursière
V_C	Valeur Comptable
X_i	Variable à Expliquer
y_i	Variable Explicative

ANNEXES

Cours boursiers de la clôture des actions de Saïdal et l'E.G.H-Aurassi.

Désignations	Saïdal	Aurassi
1999	765	360
2000	780	370
2001	510	270
2002	430	240
2003	380	260
2004	345	275
2005	360	300
2006	440	385
2007	400	410
2008	380	450
2009	385	450
2010	520	450
2011	715	500
2012	620	340

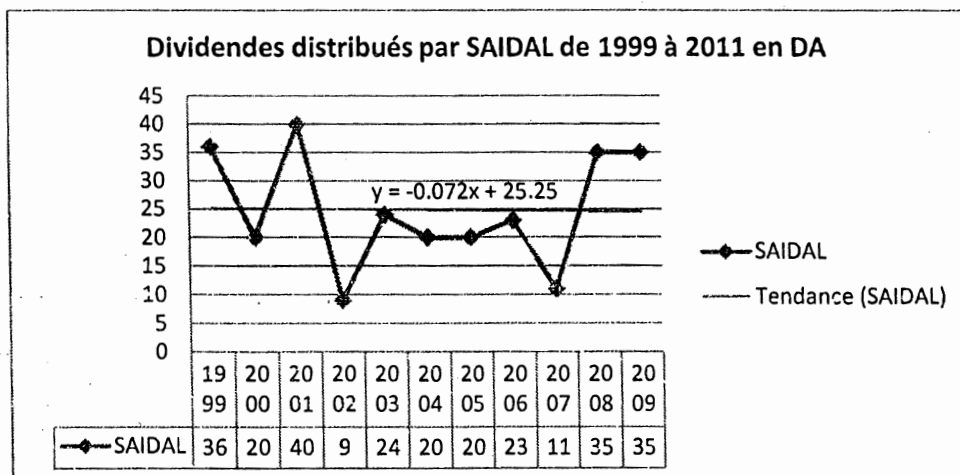
Source : www.cosob.com

Dividendes distribués : Saïdal et l'E.G.H-Aurassi.

Désignations	Saïdal	Aurassi
1999	36	19
2000	20	20
2001	40	22
2002	09	25
2003	24	30
2004	20	35
2005	20	40
2006	23	45
2007	11	47
2008	35	49
2009	35	50
2010	35	15
2011	35	00
2012	40	00

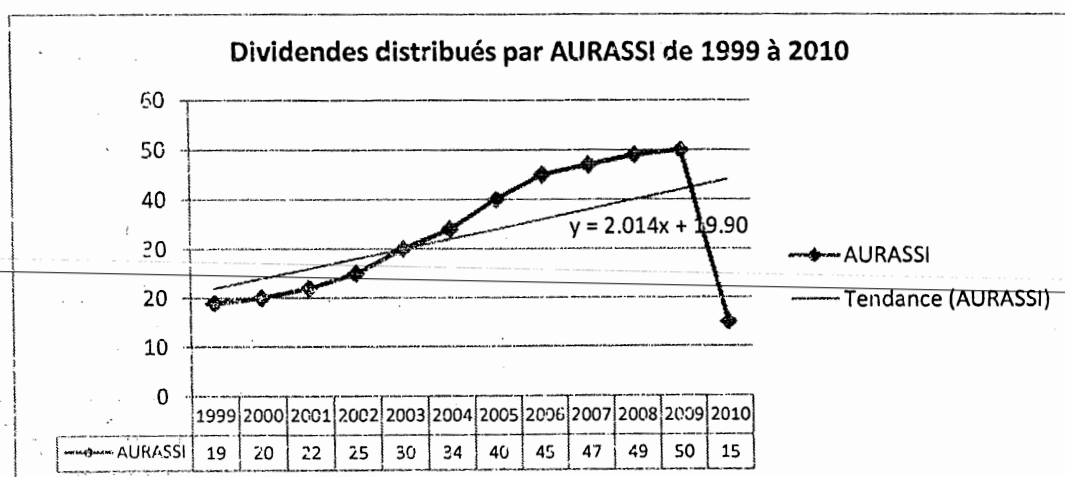
Source : www.cosob.com

Evolution des dividendes versés par le Groupe SAIDAL :



Le modèle de régression simple estimé des dividendes de SAIDAL, donne une part constante de 25.25 DA avec une légère tendance négative. Le dividende moyen distribué par SAIDAL entre 1999 et 2011 est estimé à 26 DA.

Evolution des dividendes versés par la chaîne El AURASSI :



Le modèle estimé des dividendes de l'AURASSI entre 1999 et 2010 donne une part constante de près de 20 DA et une part variable à un rythme de 2 fois au fil des années. Le dividende moyen distribué par la chaîne AURASSI entre 1999 et 2010 s'élève à 33 DA.

Cours de l'action SAIDAL

Cours / année	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Plus Haut cours	825	800	795	585	470	360	360	440	400
plus bas cours	765	710	510	510	395	345	345	360	400

Cours de l'action EGH EL AURASSI

Cours / année	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Plus Haut cours	405	380	275	270	280	300	415	420
plus bas cours	365	260	210	250	260	260	300	385

BILAN

ACTIF

Unité: DA

DESIGNATIONS	AU 31 / 12 / 1997	Evol. %	AU 31 / 12 / 1998	Evol. %	AU 31 / 12 / 1999
<u>INVESTISSEMENTS</u>					
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
Total	6 087 208 087	-8%	5 605 287 058	-11%	5 000 634 896
<u>STOCKS</u>					
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
Total	1 912 220 327	+6%	2 018 472 272	8%	2 186 076 538
<u>CREANCES</u>					
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
TOTAL	1 670 081 046	+47%	2 447 528 157	33%	3 253 654 024
TOTAL GENERAL	9 669 509 461	+4%	10 071 287 488	+4%	10 440 365 457

BILAN

PASSIF

Groupe
SAIDAL

Unité: DA

DESIGNATIONS	AU 31 / 12 / 1997	Evol. %	AU 31 / 12 / 1998	Evol. %	AU 31 / 12 / 1999
FONDS PROPRES					
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
Total	6 142 527 281	+7%	6 593 416 748	-3%	6 417 686 553
DETTES					
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
Total	3 129 521 818	+7%	2 908 864 673	+14%	3 300 304 204
Résultat de l'exercice	397 460 361	+42%	569 006 067	+27%	721 774 513
Total Général	9 669 509 461	+4%	10 074 287 488	+4%	10 440 365 457

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
Large Brute	12 936 371	36%	17 583 545	-58%	7 398 941
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
Valeur Ajoutée	2 073 680 610	+8%	2 243 997 781	+10%	2 471 852 233
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
Résultat d'Exploitation	794 148 075	+10%	875 493 134	+8%	942 991 921
Résultat hors exploitation	-149 373 724	-60%	-59 151 913	+95%	+110 105 357
Résultat brut de l'Exercice	644 774 351	+27%	816 341 221	+29%	1 053 097 278
Marge sur stock Produits Finis					-59 199 466
Impôt sur le Bénéfice	247 314 000	+2%	247 335 154	+10%	272 123 299
Résultat de l'Exercice	397 460 361	+42%	569 006 067	+27%	721 774 513
CASH FLOW	662 351 347	+34%	889 170 816	+21%	1 072 260 921

Bilan actif

U:DA

Désignations	AU 31/12/1998	AU 31/12/1999	Evol.% 99/98	AU 31/12/2000	Evol.% 00/99
Investissements					
Frais Préliminaires	1.055.059	5.319.741	404%	28.945.309	444%
Valeurs Incorporelles	6.863.697	6.248.249	-9%	26.792.072	329%
Terrains	60.885.115	212.108.919	248%	212.108.919	0%
Équipements de Production	5.165.300.625	4.609.412.557	-11%	4.236.001.683	-8%
Équipements Sociaux	21.553.166	15.546.725	-28%	10.184.738	-34%
Investissements en Cours	349.629.397	151.998.706	-57%	254.978.775	+68%
Total	5.605.287.058	5.000.634.896	-11%	4.769.011.496	-5%
Stocks					
Marchandises	6.518.778	4.221.395	-35%	4.536.963	+7%
Matières et Fournitures	1.061.293.625	1.242.606.691	+17%	1.330.787.863	+7%
Produits semi-finis	83.520.499	84.262.642	+1%	67.638.522	-20%
Produits et travaux en cours				980.948	
Produits Finis	850.067.571	831.077.591	-2%	1.101.784.371	+33%
Stocks à l'Extérieur	17.071.798	23.908.219	+40%	38.797.487	+62%
Total	2.018.472.272	2.186.076.538	8%	2.544.526.154	+16%
Créances					
Créances d'Investissement	329.964.536	527.390.004	61%	955.210.128	+81%
Créances de Stock	35.915.074	34.435.556	-4%	53.750.893	+56%
Créances sur Société App.	49.049.929	64.245.217	31%	107.783.147	+68%
Avances pour Compte	70.821.589	109.218.650	54%	147.739.258	+57%
Avances d'Exploitation	15.140.071	128.106.248	746%	242.049.152	+87%
Créances sur clients	916.156.867	1.542.676.138	68%	1.159.210.871	-23%
Disponibilités	1.030.445.196	846.818.563	-18%	884.851.326	-7%
Comptes Débiteurs du Passif	34.895	763.648	2.088%	3.005.068	+392%
Total	2.447.528.157	3.253.654.024	33%	3.553.599.842	+9%
Total Général	10.071.287.488	10.440.365.457	+4%	10.867.137.492	+4%

Bilan passif

U:DA

Désignations	AU 31 / 12 / 1998	AU 31 / 12 / 1999	Evol % 99/98	AU 31 / 12 / 2000	Evol % 00/99
Fonds propres					
Fonds Social	2.500.000.000	2.500.000.000	0%	2.500.000.000	0%
Concours	1.827.403	-	-	-	-
Réserves	319.242.879	809.646.772	154%	1.230.545.701	52%
Subventions Reçues	62.090.275	73.264.008	18%	86.814.023	18%
Écart de Réévaluation	3.496.968.533	2.825.612.556	-19%	2.187.477.824	-23%
Résultat en Instance D'affectation	-37.097.208	4.290.101	112%	4.365.152	2%
Provisions / Pertes et Charges	250.384.867	204.873.116	-18%	238.982.791	17%
Total	6.593.416.748	6.417.686.553	-3%	6.248.185.492	-3%
Dettes					
Dettes d'Investissement	787.583.933	1.233.823.709	57%	1.549.221.492	26%
Dettes de Stocks	358.837.722	546.065.450	52%	474.185.837	-13%
Détention pour Compte	47.958.816	61.750.281	29%	69.332.564	12%
Dettes envers Sociétés					
Apprentées	471.096.382	220.507.451	-53%	700.095.350	+217%
Dettes d'Exploitation	664.803.646	762.873.488	+15%	731.443.520	-4%
Avances Commerciales	12.976.076	18.526.510	43%	19.410.588	5%
Dettes Financières	559.229.205	439.374.061	-21%	769.537.140	75%
Comptes Crédoeurs de l'Actif	6.378.893	17.982.460	182%	34.616.288	+93%
Total	2.908.864.673	3.300.904.391	+14%	4.347.842.780	+32%
Résultat de l'exercice	569.006.067	721.774.513	+27%	271.109.220	-62%
Total Général	10.071.287.488	10.440.365.457	+4%	10.867.137.492	+4%

Tableau N°15

Tableau des comptes de résultat

U : DA

Désignations	AU 31 / 12 / 1998	AU 31 / 12 / 1999	Evol % 99/98	AU 31 / 12 / 2000	Evol % 00/99
Ventes Marchandises	134.139.885	40.830.291	-70%	67.313.345	+65%
Marchandises Consommées	-116.556.340	33.431.349	-71%	54.146.192	+62%
Marge Brute	17.583.545	7.398.941	-58%	13.167.153	+78%
Production Vendue	4.365.439.234	4.589.609.472	5%	4.072.198.568	-11%
Production Stockée	-176.131.455	+46.344.711	+73%	+264.621.776	+471%
Prod de l' Entrep pour elle/m	0	38.895		16.251.550	
Prestations Fournies	35.017.020	36.347.150	4%	62.237.292	+71%
Transfert de Charges de Prod	8.406.391	38.151.201	354%	55.663.668	+46%
Mat et Fournit Consommées	1.859.379.571	1.987.319.198	+7%	1.880.373.412	-5%
Services	146.937.383	258.718.941	+76%	302.947.729	+17%
Valeur Ajoutée	2.243.997.781	2.471.852.233	+10%	2.300.818.867	-7%
Produits divers	48.037.229	92.651.968	+93%	21.312.262	-77%
Transf de Charges d'Exploit	17.029.416	62.581.664	267%	34.840.741	-44%
Frais de Personnel	882.990.549	1.057.095.520	+20%	1.069.903.565	+1%
Impôts et Taxes	112.856.362	164.234.904	+46%	185.686.680	+13%
Frais Financiers	93.119.180	80.638.070	-13%	98.193.997	+22%
Frais Divers	24.440.392	31.639.043	+29%	34.898.513	+10%
Dotations aux Amortis. et provis.	320.164.809	350.486.408	+9%	352.729.128	+1%
Résultat d'Exploitation	875.493.134	942.991.921	+8%	615.559.987	-31%
Résultat hors exploitation	-59.151.913	+110.105.357	+95%	-98.257.166	-189%
Résultat Brut de l'Exercice	816.341.221	1.053.097.278	+29%	517.302.822	-31%
Marge sur Stock Produits Finis		-59.199.466		-53.608.775	-9%
Impôt sur le Bénéfice	247.335.154	272.123.299	+10%	192.584.826	-29%
Résultat de l'Exercice	569.006.067	721.774.513	+27%	271.109.220	-62%
CASH FLOW	889.170.816	1.072.260.921	+21%	623.838.348	-42%

RAPPORT FINANCIER

Evolution de l'actif 2001 / 2002 / 2003

U. DA

Désignation	AU 31/12/2001	AU 31/12/2002	AU 31/12/2003
INVESTISSEMENTS			
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
S TOTAL INVESTISSEMENTS	4 340 646 895	3 804 664 644	3 951 726 039

STOCKS

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
S TOTAL STOCK	2 756 234 304	2 911 558 800	3 086 642 566

CREANCES

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 apparentées	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
S/ TOTAL CREANCES	3 666 515 576	4 430 716 456	5 125 189 654
TOTAL GENERAL	10 753 696 775	11 146 940 101	12 163 538 259

Evolution du Passif 2001 / 2002 / 2003

U. DA

Désignation	AU 31/12/2001	AU 31/12/2002	AU 31/12/2003
FONDS PROPRES			
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
S/ TOTAL FONDS PROPRES	5 776 104 950	5 396 898 938	5 455 505 165
Dettes d'investissement	2 143 375 182	1 847 590 318	2 170 232 409
Dettes de stock	459 958 267	745 298 434	817 175 964
Détention pour compte	34 010 771	30 684 143	36 605 330
Dettes envers ses app	132 238 498	919 358 470	973 213 421
Dettes d'exploitation	618 872 284	630 222 434	775 222 935
Avances commerciales	22 034 736	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
S/ TOTAL DETTES	4 597 780 926	5 562 701 926	6 225 742 197
Résultat de l'exercice	379 810 901	187 339 237	482 290 897
TOTAL GENERAL	10 753 696 777	11 146 940 101	12 163 538 259

RAPPORT FINANCIER

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS

U. D.A

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
Marge Brute	15 023 529	6 269 864	10 699 184
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
Valeur ajoutée	2 662 059 605	2 837 225 056	3 339 164 435
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
Frais de personnel	1 315 725 079	1 429 416 244	1 498 086 235
Impôts et taxes	204 304 207	181 945 398	193 206 693
Frais financiers	149 609 484	283 680 504	267 953 160
Frais divers	103 932 812	46 928 044	36 666 651
Dota aux amortissements et de prov.	417 049 815	402 666 657	350 412 693
Résultat d'exploitation	755 465 767	566 394 100	1 032 401 846
Résultat hors exploitation	-98 655 513	73 091 473	- 191 058 094
Résultat brut de l'exercice	656 810 254	493 302 628	841 343 752
Marge sur stock produits finis	-43 356 371	- 50 288 701	55 230 872
impôts sur le bénéfice	233 642 982	179 442 697	303 821 983
Résultat de l'exercice	379 810 901	263 571 230	482 290 897
Cash flow	796 860 716	590 005 894	832 703 590

1-Bilan Exercice 2004

Groupe SAIDAL

1-1 : Évolution de l'actif :

En DA

Désignation	AU 31/12/2002	AU 31/12/2003	AU 31/12/2004

INVESTISSEMENTS

Frais Préliminaires	34 029 697	24 280 860	12 907 982
Valeurs corporelles	15 260 175	10 979 073	6 138 381
Terrains	215 667 419	342 937 619	359 829 780
Équipements de production	3 489 243 712	3 501 207 700	3 398 877 012
Équipements sociaux	10 787 934	10 626 871	11 777 923
Investissements en cours	39 675 907	61 693 917	541 679 693
TOTAL	3 804 664 844	3 951 726 040	4 331 210 771
STOCKS			
Marchandises	2 215 710	17 092 100	36 396 349
Matières et fournitures	1 694 011 259	1 664 932 483	1 757 055 524
Produits semi-finis	49 938 001	71 122 224	57 003 967
Produits et travaux en cours	2 770 286		
Produits finis	1 068 289 615	1 300 428 211	1 971 500 972
Stocks à l'Extérieur	94 333 929	33 047 548	140 751 685
TOTAL	2 911 558 800	3 086 622 566	3 962 708 498
CREANCES			
Créances d'investissement	929 443 369	926 718 136	1 171 876 174
Créances de stocks	94 704 225	114 766 846	41 133 025
Créances sur société apparentée	147 169 692	80 711 623	80 711 623
Avances pour compte	223 693 536	272 533 466	348 221 622
Avances d'exploitation	156 735 804	177 800 377	132 300 832
Créances sur clients	2 366 030 227	2 478 912 521	2 393 912 888
Disponibilité	469 005 004	1 036 765 721	534 946 692
Comptes débiteurs du passif	43 934 600	36 980 963	6 758 949
TOTAL	4 430 716 457	5 125 189 653	4 709 861 805
TOTAL ACTIF	11 146 940 101	12 163 538 259	13 003 781 075

1-2 : Évolution du Passif

En DA

Désignation	AU 31/12/2002	AU 31/12/2003	AU 31/12/2004

FONDS PROPRES

CAPITAL SOCIAL	2 500 000 000	2 500 000 000	2 500 000 000
Réserves	1 643 867 382	1 809 090 987	2 595 149 396
Subventions reçues	104 089 178	83 498 925	60 801 232
Écart de réévaluation	1 060 796 239	966 557 107	874 877 162
Résultat en inst d'affectation	3 139 746		
Provisions pertes et charges	85 006 392	96 358 146	137 117 075
TOTAL	5 396 898 937	5 455 505 165	5 665 062 698
DETTES			
Dettes d'investissements	1 847 590 318	2 170 232 409	2 595 149 396
Dettes de stocks	745 298 434	817 175 964	674 038 941
Détention pour compte	30 684 143	36 605 330	60 286 935
Dettes envers Stes app.	919 358 470	973 213 421	1 093 545 050
Dettes d'exploitation	630 222 434	775 222 935	822 413 051
Avances commerciales	13 059 124	75 529 155	66 499 202
Dettes financières	1 340 696 823	1 367 787 397	1 550 801 291
Comptes créditeurs de l'actif	35 792 179	9 975 586	19 753 054
TOTAL	5 562 701 926	6 225 742 197	6 882 486 919
Résultat de l'exercice	187 339 238	482 290 897	456 231 457
TOTAL PASSIF	11 146 940 101	12 163 538 259	13 003 781 075

1 –3 :Évolution des Tableaux des Comptes de Résultats du Groupe :

En DA

Désignation	AU 31/12/2002	AU 31/12/2003	AU 31/12/2004
Ventes de Marchandises	15 747 547	45 331 910	55 245 947
Marchandises consommées	9 477 683	34 632 726	44 377 460
Marge Brute	6 269 864	10 699 184	10 868 487
Production vendue	5 676 666 927	5 958 329 651	6 410 942 819
Production stockée	-122 994 496	270 153 571	600 438 166
Prod. de l'entreprise pour elle même	91 220		
Prestations fournies	128 393 570	125 850 154	112 432 793
Transfert de charges de prod.	72 286 819	35 572 200	41 519 041
Mati et four consommées	2 627 575 915	2 750 461 451	2 829 795 670
Services	295 912 934	310 978 874	367 373 238
Valeur ajoutée	2 837 225 055	3 339 164 435	3 979 032 396
Produits divers	14 803 986	10 537 213	14 769 856
Transfert de charges d'exploit.	59 001 905	29 025 629	109 800 470
Frais de personnel	1 429 416 244	1 498 086 235	1 801 487 321
Impôts et taxes	181 945 398	193 206 693	194 302 572
Frais financiers	283 680 504	267 953 160	379 887 812
Frais divers	46 928 044	36 666 651	30 557 607
Dota aux amortissements et de prov.	402 666 657	350 412 693	385 913 421
Résultat d'exploitation	566 394 100	1 032 401 846	1 311 453 988
Résultat hors exploitation	73 091 473	-191 058 194	528 989 085
Résultat brut de l'exercice	493 302 628	841 343 752	782 464 903
Marge sur stock produits finis	-50 288 701	55 230 872	51 749 438
Impôts sur le bénéfice	179 442 697	303 821 983	274 484 000
Résultat net de l'exercice	263 571 230	482 290 897	456 231 453
Cash-flow	590 005 894	832 703 590	842 144 871

SAIDAL 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 cou	1 234 755 418,86		1 234 755 418,86			1 234 755 418,86	0,00	1 234 755 418,86
	INVESTISSEMENTS	17 619 196 517,02	12 643 831 859,22	4 976 363 657,80			17 619 196 517,02	12 643 831 859,22	4 976 363 657,80
30	Marchandises	727 670 595,94		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			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	727 670 595,94	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
37	Stocks à l'extérieur	258 653 980,28		258 653 980,28			258 653 980,28	0,00	258 653 980,28
	STOCKS	4 017 257 579,20	192 854 835,73	3 824 402 743,47			3 951 105 706,84	192 854 835,73	3 758 250 871,11
42	Créances d'investisseme	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 st	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		4 994 592 995,37	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			1 097 525 765,75	76 896 881,94	1 020 628 883,81
40	Comptes débiteurs du p	102 618 408,28		102 618 408,28		83 582 795,23	19 035 613,05	0,00	19 035 613,05
	CREANCES	20 319 790 384,67	744 297 480,38	19 575 492 904,29			6 316 134 742,39	744 297 480,38	5 571 837 262,01
	RESULTAT (PERTE)								
	TOTAL ACTIF	41 956 243 480,89	13 580 984 175,33	28 375 259 305,56			27 886 435 966,25	13 580 984 175,33	14 305 451 790,92

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 c	44 893 326,36			44 893 326,36
	FONDS PROPRES	7 249 491 416,64			5 771 991 416,64
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 a	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
	DETTES	20 129 060 815,82			8 102 905 173,54
	RESULTAT (BENEFICE)	996 707 073,10	566 151 872,36		430 555 200,74
	TOTAL PASSIF	28 375 259 305,66			14 335 451 790,92

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 fourr 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				3 707 637 468,86
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 amortissement	440 018 601,96				440 018 601,96	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 367 170 636,23				864 953 730,48
79	Produits hors exploitation		518 416 621,36				518 416 621,36
69	Charges hors exploitati	657 986 793,81			2 216 905,75	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				727 600 463,78
	Marge sur stocks P.F						66 151 872,36
	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	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS 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	93 243 881,98	3 612 842,66			96 856 724,64	93 243 881,98	3 612 842,66
22	Terrains	360 832 211,45		360 832 211,45			360 832 211,45		360 832 211,45
24	Equipements de production	17 163 528 072,52	13 002 481 054,60	4 161 047 017,92			17 163 528 072,52	13 002 481 054,60	4 161 047 017,92
25	Equipements 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
	INVESTISSEMENTS	17 961 467 093,90	13 194 944 148,83	4 766 522 945,07			17 961 467 093,90	13 194 944 148,83	4 766 522 945,07
30	Marchandises	709 606 614,59		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	6 719 769,25	68 774 276,73			75 494 045,98	6 719 769,25	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	64 509 692,24	2 361 145 753,16	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
	STOCKS	4 583 071 171,30	211 358 092,84	4 371 713 078,46			4 518 561 479,06	211 358 092,84	4 307 203 386,22
42	Créances d'investissement	3 207 447 515,48	82 063 066,83	3 125 384 448,65		1 977 500 000,00	1 229 947 515,48	82 063 066,83	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		84 687 984,23
45	Avances pour compte	552 325 349,25	48 361 690,06	503 963 659,19		177 563 599,63	374 761 749,62	48 361 690,06	326 400 059,56
46	Avances d'exploitation	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	8 859 233 588,60	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			819 031 155,18	76 896 881,94	742 134 273,24
40	Comptes débiteurs du passif	51 138 941,21		51 138 941,21		4 000 455,47	47 138 485,74		47 138 485,74
	CREANCES	21 453 696 712,26	896 638 318,34	20 558 057 393,92			6 164 913 058,48	896 638 318,34	5 269 274 740,14
	RESULTAT (PERTE)								
	TOTAL ACTIF	43 998 233 977,46	14 301 940 560,01	29 696 293 417,45			28 644 941 631,44	14 301 940 560,01	14 343 001 071,43

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	4 477 500 000,00	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	28 591 382,50			28 591 382,50
	FONDS PROPRES	7 324 238 853,10			5 906 738 853,10
52	Dettes d'investissement	2 774 418 756,83	62 105 328,86		2 712 313 427,97
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
	DETTES	21 200 061 039,55			7 888 778 386,77
	RESULTAT (BENEFICE)	1 171 993 524,80	624 509 692,24		547 483 832,56
	TOTAL PASSIF	29 696 293 417,45			14 343 001 071,43

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		6 469 288 543,64	5 939 281 559,47			530 006 984,17
60	Marchandises consommées	5 971 565 028,66			5 464 773 144,83	506 791 883,83	
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		522 934 918,11	34 184 752,88			488 750 165,23
73	P.E.P.E.M		798 081,37				798 081,37
74	Prestations fournies		353 759 565,55	74 148 026,71			279 611 538,84
75	Transfert de charges de production		104 122 239,29				104 122 239,29
61	Matières et fourts consommées	2 591 048 910,19			27 057 291,04	2 563 991 619,15	
62	Services	558 513 541,63			92 702 229,65	465 811 311,98	
81	VALEUR AJOUTEE		4 287 962 698,18				4 279 436 814,42
77	Produits divers		578 226 988,51	560 000 000,00			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	537 190 191,38				537 190 191,38	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 788 191 386,77				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	786 069 215,50	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	388 513 991,78				379 388 108,02	
	Résultat brut de l'exercice		1 399 677 394,99				839 677 394,99
	Marge sur stocks P.F						-64 609 692,24
	Impôts sur le bénéfice	227 683 870,19				227 683 870,19	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 171 993 524,80				547 483 832,56

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	5 077 500 000,00	2 577 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	2 683 513 404,14		282 000 000,00	2 965 513 404,14
14	Subventions reçues	27 699 328,76			27 699 328,76
15	Ecart de réévaluation	620 193 156,27			620 193 156,27
18	R.I.A	5 887 289,03			5 887 289,03
19	Provisions pour perte et charges	24 041 845,53			24 041 845,53
	FONDS PROPRES	8 438 836 023,73			6 143 335 023,73
52	Dettes d'investissement	2 679 493 907,01	67 407 543,47		2 612 086 363,54
53	Dettes de stocks	2 740 747 236,16	1 868 983 895,26		871 763 340,90
54	Détention pour compte	69 780 544,96			69 780 544,96
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	983 424 579,45	51 180 868,86		932 243 710,59
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	6 442 276,44			6 442 276,44
	DETTES	22 366 382 184,84			7 999 112 009,37
	RESULTAT (BENEFICE)	1 232 992 805,67	360 843 034,80		872 149 770,87
	TOTAL PASSIF	32 037 210 013,94			16 014 896 803,97

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	355 537 819,29	152 849 091,89	202 688 727,60			355 537 819,29	152 849 091,89	202 688 727,60
21	Valeurs incorporelles	97 532 996,34	94 724 546,56	2 808 450,78			97 532 996,34	94 724 546,56	2 808 450,78
22	Terrains	377 111 615,45		377 111 615,45			377 111 615,45		377 111 615,45
24	Equipements de production	17 612 372 833,72	13 630 425 489,58	3 981 947 144,14			17 612 372 833,72	13 630 425 489,58	3 981 947 144,14
25	Equipements sociaux	33 615 340,22	22 639 302,40	10 976 037,82			33 615 340,22	22 639 302,40	10 976 037,82
28	Investissements en cours	20 392 055,40		20 392 055,40			20 392 055,40		20 392 055,40
	INVESTISSEMENTS	18 496 562 460,42	13 900 638 428,23	4 595 924 031,19			18 496 562 460,42	13 900 638 428,23	4 595 924 031,19
30	Marchandises	864 183 248,14	2 285 050,00	861 898 198,14		864 183 248,14			
31	Matières et fournitures	1 772 107 377,72	170 489 892,10	1 601 607 485,62			1 772 107 377,72	170 489 892,10	1 601 607 485,62
33	Produits semi finis	110 613 477,16	6 902 673,62	103 710 803,54			110 613 477,16	6 902 673,62	103 710 803,54
35	Produits finis	1 948 244 081,35	69 346 286,74	1 878 897 794,61	785 340 213,34		2 733 584 294,69	71 631 336,74	2 661 952 957,95
36	Déchets et rebuts			0,00					
37	Stocks à l'extérieur	169 451 905,98		169 451 905,98			169 451 905,98		169 451 905,98
	STOCKS	4 864 600 090,35	249 033 902,46	4 615 566 187,89			4 785 757 055,55	249 033 902,46	4 536 723 153,09
42	Créances d'investissement	3 805 683 541,31	16 728 614,07	3 788 954 927,24		2 577 500 000,00	1 228 183 541,31	16 728 614,07	1 211 454 927,24
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	7 985 369 652,04		7 985 369 652,04		7 903 681 667,81	81 687 984,23		81 687 984,23
45	Avances pour compte	563 541 197,42	96 187 602,49	467 353 594,93		203 540 275,72	360 000 921,70	96 187 602,49	263 813 319,21
46	Avances d'exploitation	99 176 028,74	604 555,00	98 571 473,74			99 176 028,74	604 555,00	98 571 473,74
47	Créances sur clients	10 335 132 761,05	683 935 524,63	9 651 197 236,42		6 259 046 231,64	4 076 084 529,41	683 935 524,63	3 392 149 004,78
48	Disponibilités	874 983 844,18	76 896 881,94	798 086 962,24			874 983 844,18	76 896 881,94	798 086 962,24
40	Comptes débiteurs du passif	24 182 420,46		24 182 420,46			24 182 420,46		24 182 420,46
	CREANCES	23 790 072 972,95	874 363 178,13	22 915 709 794,86			6 756 302 797,82	874 363 178,13	6 881 949 619,89
	RESULTAT (PERTE)			0,00					
	TOTAL ACTIF	47 061 236 623,74	16 024 026 609,82	32 037 210 013,94			30 038 622 313,79	16 024 026 609,82	16 014 896 803,97

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		7 285 354 402,69	6 694 559 378,32			590 795 024,37
60	Marchandises consommées	6 733 110 489,62			6 184 227 564,02	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				111 421 551,24
61	Matières et fourr consommées	2 626 987 701,84			28 306 324,81	2 598 681 377,03	
62	Services	601 950 726,71			74 724 487,85	527 226 238,86	
81	VALEUR AJOUTEE		4 911 606 449,56				4 871 616 362,56
77	Produits divers		313 218 442,51	282 000 000,00			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		1 733 983 681,18				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			39 990 087,00	734 096 371,22	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	209 381 301,27				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
	<u>INVESTISSEMENTS</u>			
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
	TOTAL	20 642 214 243,24	14 976 261 719,26	5 665 952 523,98
	<u>STOCKS</u>			
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
	TOTAL II	6 683 743 067,92	482 400 657,34	6 201 342 410,58
	<u>CREANCES</u>			
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
	TOTAL III	7 919 665 638,34	1 112 758 822,59	6 806 906 815,75
	RESULTAT (PERTE)			0,00
	TOTAL ACTIF	35 245 622 949,50	16 571 421 199,19	18 674 201 750,31

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2008

BILAN (PASSIF)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	MONTANTS
	FONDS PROPRES		7 257 107 387,77
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	Difference 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	
	TOTAL I	7 257 107 387,77	7 257 107 387,77
	DETTES		10 088 493 252,76
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	
	TOTAL II	10 088 493 252,76	10 088 493 252,76
	RESULTAT (BENEFICE)	1 328 601 109,78	1 328 601 109,78
	TOTAL PASSIF	18 674 201 750,31	18 674 201 750,31

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	
80	MARGE BRUTE		13 240 349,14
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	
81	VALEUR AJOUTEE		6 502 126 563,42
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	273 387 343,07	
66	Frais divers	93 488 859,46	
68	Dotations aux amortissements	761 734 123,02	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		2 108 769 705,86
79	Produits hors exploitation		1 082 309 548,83
69	Charges hors exploitation	1 383 472 445,11	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	301 162 896,28	
	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	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 328 601 109,78

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	
ACTIFS NON COURANTS				
cart d'acquisition (ou goodwill)				
immobilisations incorporelles	183 932 041,81	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
bâtiments	7 323 221 848,82	4 647 102 396,41	2 676 119 452,41	1 550 814 269,16
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
épôts différés actif	187 722 185,64		187 722 185,64	187 722 185,64
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	29 672 952 736,96	16 460 129 105,25	13 212 823 631,71	8 497 999 134,44
ACTIFS COURANTS				
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
épôts	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
TOTAL ACTIFS COURANTS	17 494 013 307,03	2 455 648 976,06	15 038 364 330,97	14 678 684 969,70
TOTAL GENERAL ACTIF	47 166 966 043,99	18 915 778 081,31	28 251 187 962,68	23 176 684 104,14

3. Bilan Consolidé des Filiales du groupe & Participations minoritaires

3.2: Passif du Bilan :

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
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
Ecarts 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
TOTAL I	11 785 525 448,05	11 261 304 776,50
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
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
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	8 620 504 681,47	3 118 848 903,88
<u>PASSIFS COURANTS</u>		
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
TOTAL PASSIF COURANT III	7 845 157 833,16	8 796 530 423,76
TOTAL GENERAL PASSIF	28 251 187 962,68	23 176 684 104,14

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		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	11 571 468 990,04	14 236 516 319,94
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
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 887 117 856,78	-6 146 237 783,05
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 684 351 133,26	8 090 278 536,89
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
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 935 671 349,48	4 695 754 582,47
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
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 649 967 193,17	2 921 981 749,37
Produits financiers	131 245 824,40	1 007 190 732,66
Charges financières	-261 601 048,77	-433 506 361,60
VI - RESULTAT FINANCIER	-130 355 224,37	573 684 371,06
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 519 611 968,80	3 495 666 120,43
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
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 108 712 671,33	2 873 452 290,85
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X - RESULTAT DE L'EXERCICE	1 108 712 671,33	2 873 452 290,85
Résultats minoritaires	-6 520 748,33	-1 638 739,80
XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 102 191 923,00	2 871 813 551,05

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAI SPA
 Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	LIBRATIONS	31/12/2011			31/12/2010
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	ACTIFS NON COURANTS				
	Ecart d'acquisition (ou goodwill)	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations incorporelles	193 873 834,27	165 324 654,99	28 549 179,29	31 977 115,65
	Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
	Terrains	4 574 051 920,03	0,00	4 574 051 920,03	7 208 256 149,96
	Bâtements	7 054 832 984,10	4 847 277 789,44	2 207 555 194,66	2 673 469 320,26
	Autres immobilisations corporelles	15 073 576 275,03	11 918 816 641,95	3 154 758 633,07	2 586 484 827,73
	Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations en cours	629 650 609,89	0,00	629 650 609,89	413 652 826,73
	Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
	Titres mis en équivalences - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00
	Autres participations et créances rattachées	394 212 125,00	38 777 726,78	355 434 398,22	76 120 418,26
	Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	104 583,33
	Prêts et autres actifs financiers non courants	22 578 706,97	0,00	22 578 706,97	35 036 204,18
	Impôts différés actif	188 252 038,52	0,00	188 252 038,52	187 722 185,64
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	28 131 227 493,85	16 970 196 813,16	11 161 030 680,69	13 212 823 631,77
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	6 896 256 090,37	645 997 748,48	6 250 258 341,88	6 660 644 545,36
	Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Cherchs	5 554 570 051,04	1 696 442 204,33	3 858 127 846,70	4 412 510 499,62
	Autres débiteurs	83 640 971,31	28 720 954,64	54 920 016,67	290 044 345,23
	Impôts	461 641 047,23	346 251 517,11	115 389 530,12	234 772 686,01
	Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	170 718 068,32
	Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Placements et autres actifs financiers courants	18 636 212,26	0,00	18 636 212,26	16 559 989,19
	Trésorerie	5 943 752 064,18	124 143 824,78	5 819 608 239,40	3 251 114 197,22
	TOTAL ACTIFS COURANTS	18 958 498 436,39	2 841 556 249,35	16 116 940 187,04	15 038 364 330,95
	TOTAL GENERAL ACTIF	47 089 723 930,23	19 811 753 062,50	27 277 970 867,73	28 251 187 962,68

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé	0,00	0,00
	Primes et réserves (réserves consolidées)	7 452 913 713,45	7 245 587 393,91
	Écarts de réévaluation	900 905 964,74	375 839 601,41
	Ecart d'équivalence	0,00	0,00
	Résultat Net	2 060 480 315,80	1 102 191 923,00
	Autres capitaux propres report à nouveau	116 850 810,38	-183 180 692,73
	Intérêts minoritaires	764 337 738,25	725 087 222,50
	TOTAL I	13 795 482 542,61	11 785 525 448,08
	<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
	Emprunts et dettes financières	1 595 341 088,53	1 622 583 790,66
	Impôts (différés et provisionnés)	264 218 542,42	219 000 183,14
	Autres dettes non courantes	0,00	0,00
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	3 882 241 343,10	6 778 920 707,67
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5 741 800 974,06	8 620 504 681,46
	<u>PASSIFS COURANTS</u>		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 168 135 431,44	3 456 110 747,87
	Impôts	473 910 601,06	298 511 166,93
	Autres dettes	2 943 656 219,19	3 005 203 307,17
	Trésorerie passif	1 154 985 089,37	1 085 332 611,22
	TOTAL PASSIF COURANT III	7 740 687 351,05	7 845 157 833,19
	TOTAL GENERAL PASSIF	27 277 970 867,73	28 251 187 962,68

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAT SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	Chiffre d'affaires	13 504 270 700,95	12 510 199 865,70
	Variation stocks produits finis et en cours	-814 751 205,22	-938 730 875,65
	Production immobilisée	0,00	0,00
	Subvention d'exploitation	0,00	0,00
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	12 689 519 435,74	11 571 468 990,05
	Achats consommés	-4 699 658 292,69	-4 972 752 469,23
	Services extérieurs et autres consommations	-905 122 461,07	-914 339 948,94
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 604 780 753,76	-5 887 092 418,17
	III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	-7 084 738 681,98	5 684 376 571,88
	Charges de personnel	-3 342 926 582,67	-3 439 806 440,86
	Impôts, taxes et versements assimilés	-282 932 101,17	-308 873 342,92
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 458 879 998,13	1 935 696 788,10
	Autres produits opérationnels	250 864 778,47	586 740 850,00
	Autres charges opérationnelles	-327 946 833,72	-327 275 482,25
	Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 488 030 462,38	-1 962 904 998,88
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	730 292 504,92	1 417 710 036,21
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 624 059 985,42	1 649 967 193,17
	Produits financiers	102 440 136,94	131 245 824,39
	Charges financières	-201 298 040,78	-261 601 048,77
	VI - RESULTAT FINANCIER	-98 857 903,84	-130 355 224,38
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 525 202 081,58	1 519 611 968,80
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-431 623 267,03	-410 899 297,47
	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	3 128 993,10	0,00
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	13 776 767 416,26	13 707 165 700,65
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 679 016 474,41	-12 588 453 029,33
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	2 097 750 941,85	1 108 712 671,32
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-90,06	0,00
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-90,06	
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	2 097 750 851,79	1 108 712 671,32
	Résultat minoritaires	37 270 535,99	6 520 748,33
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	2 060 480 315,80	1 102 191 923,00

GROUPE 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	
	ACTIFS NON COURANTS				
	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	4 574 051 920,08
	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	629 850 609,89
	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
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	29 618 901 761,66	18 164 156 316,74	11 454 745 444,93	11 161 630 690,69
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	7 584 873 527,50	1 409 488 300,45	6 175 385 227,05	6 250 258 341,88
	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	353 452 406,86	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	18 642 816,89		18 642 816,89	18 638 212,26
	Trésorerie	7 275 589 341,58	122 069 860,32	7 153 519 481,26	5 819 608 239,40
	TOTAL ACTIFS COURANTS	22 097 304 341,48	3 530 904 291,86	18 566 400 049,53	16 116 940 187,04
	TOTAL GENERAL ACTIF	51 716 206 103,16	21 695 060 608,59	30 021 145 494,54	27 277 970 867,73

GROUPE INDUSTRIEL SAÏDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
	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
	Ecart 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
	TOTAL I	14 746 506 012,32	13 795 482 542,61
	<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
	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
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	6 341 404 296,71	5 741 800 974,06
	<u>PASSIFS COURANTS</u>		
	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
	TOTAL PASSIF COURANT III	8 933 235 185,51	7 740 687 351,05
	TOTAL GENERAL PASSIF	30 021 145 494,54	27 277 970 867,73

GROUPE 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		
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	14 124 680 917,11	12 689 519 435,74
	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
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-6 161 220 892,79	-5 604 780 753,76
	III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	7 963 460 024,32	7 084 738 681,98
	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
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 926 215 364,31	3 458 879 998,13
	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	-2 144 929 104,82	-1 488 030 462,38
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	575 024 462,41	730 292 504,92
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 521 790 318,71	2 624 059 985,42
	Produits financiers	100 796 850,14	102 440 136,94
	Charges financières	-225 135 653,69	-201 298 040,78
	VI - RESULTAT FINANCIER	-124 338 803,55	-98 857 903,84
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 397 451 515,15	2 525 202 081,58
	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
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	15 264 646 326,18	13 776 767 416,26
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-13 267 975 918,89	-11 679 016 474,41
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 996 670 407,30	2 097 750 941,85
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-3 985 277,20	-90,06
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-3 985 277,20	-90,06
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	1 992 685 130,10	2 097 750 851,79
	Résultat minoritaires	27 524 178,66	37 270 535,99
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 965 160 951,44	2 060 480 315,80

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2002

TABLEAU n°1

DESIGNATION	Montants Bruts	Amortissements ou provisions	Montants Nets	Totaux partiels
- INVESTISSEMENTS				
21 - Valeurs incorporelles				
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	3 994 846 691,41	1 692 366 293,41	2 302 480 398,00	
25 - Equipements sociaux	1 525 413,95	1 448 196,61	77 217,34	
28 - Investissements en cours	20 357 479,50		20 357 479,50	
TOTAL CLASSE 2	4 560 401 584,86	1 693 814 490,02	2 866 587 094,84	2 866 587 094,84
- STOCKS				
30 - Marchandises	14 763 162,74	475 739,58	14 287 423,16	
31 - Matières et fournitures	141 878 081,02	5 695 416,10	136 182 664,92	
37 - Stocks à l'extérieur	57 126,92		57 126,92	
TOTAL CLASSE 3	156 698 370,68	6 171 155,68	150 527 215,00	150 527 215,00
- CREANCES				
40 - Comptes débiteurs du passif	128 801,19		128 801,19	
42 - Créances d'investissements	538 597 775,97	2 267 560,00	536 330 215,97	
43 - Créances de stocks	2 463 615,50		2 463 615,50	
44 - Créances s/Stés apparentées	40 000 000,00		40 000 000,00	
45 - Avances pour comptes	7 702 359,30		7 702 359,30	
46 - Avances d'exploitation	66 117 313,12		66 117 313,12	
47 - Créances sur clients	472 503 600,34	133 371 880,97	339 131 719,37	
48 - Disponibilités	437 981 134,55		437 981 134,55	
TOTAL CLASSE 4	1 565 494 599,97	135 639 440,97	1 429 855 159,00	1 429 855 159,00
TOTAL	6 282 594 555,51	1 835 625 086,67	4 446 969 468,84	4 446 969 468,84

PASSIF DU BILAN ARRETE AU 31/12/2002

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
- FONDS PROPRES		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	117 032 458,38	
134 - Réserves facultatives	190 037 288,77	
150 - Ecart de réévaluation		
180 - Résultat en instance d'affectation	396 820,00	
190 - Provisions pour pertes probables	67 516 028,52	
195 - Provisions p/charges à répartir		
TOTAL CLASSE 1	1 875 042 595,67	1 875 042 595,67
- DETTES		
50 - Comptes créditeurs de l'actif		
52 - Dettes d'investissements	1 339 675 973,42	
53 - Dettes de stocks	2 937 242,02	
54 - Détentions pour compte	84 568 348,15	
55 - Dettes envers les associés	528 471 441,71	
56 - Dettes d'exploitation	358 008 748,14	
57 - Avances commerciales	8 383 239,49	
TOTAL CLASSE 5	2 322 044 992,93	2 322 044 992,93
- RESULTAT DE L'EXERCICE		
88 - Résultat Net au 31/12/2002	249 881 880,24	
TOTAL CLASSE 8	249 881 880,24	249 881 880,24
TOTAL GENERAL	4 446 969 468,84	4 446 969 468,84

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/2002

TABLEAU n° 2

N° de comptes	DESIGNATION	2 002	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70	Ventes de Marchandises		80 059 102,65
60	Marchandises consommées	15 914 474,07	
80	MARGE BRUTE		64 144 628,58
80	Marge brute		64 144 628,58
71	Production vendue denrées		440 246 959,37
74	Prestations fournies		613 784 142,74
75	Transfert de charges de production		1 810 469,91
61	Matières et fournitures consommées	195 999 497,12	
62	Services	60 916 062,58	
	Total	256 915 559,70	1 119 986 200,60
81	VALEUR AJOUTEE		863 070 640,90
81	Valeur ajoutée		863 070 640,90
77	Produits divers		38 824 637,80
78	Transfert de charges d'exploitation		40 970 195,28
63	Frais de personnel	246 655 649,71	
64	Impôts et taxes	40 599 490,18	
65	Frais financiers	77 996 245,39	
66	Frais divers	8 443 623,93	
68	Dotations aux amortissements et provisions	199 230 111,40	
	Total	572 925 120,61	942 865 473,98
	RESULTAT D'EXPLOITATION		369 940 353,37
79	Produits hors exploitation		277 203 754,03
69	Charges hors exploitation	299 717 277,16	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	22 513 523,13	
83	Résultat d'exploitation		369 940 353,37
84	Résultat hors exploitation	22 513 523,13	
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		347 426 830,24
	Impôt sur les bénéfices IBS	97 544 950,00	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		249 881 880,24

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2003

TABLEAU n°1

DESIGNATION	Montants Bruts	Amortissements ou provisions	Montants Nets	Totaux partiels
- INVESTISSEMENTS				
21 - Valeurs incorporelles				
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	4 038 219 166,87	1 842 523 835,10	2 195 695 331,77	
25 - Equipements sociaux	1 866 350,45	1 419 947,09	446 403,36	
28 - Investissements en cours	8 305 161,40		8 305 161,40	
TOTAL CLASSE 2	4 592 062 678,72	1 843 943 782,19	2 748 118 896,53	2 748 118 896,53
- STOCKS				
30 - Marchandises	14 897 575,12	466 799,02	14 430 776,10	
31 - Matières et fournitures	172 690 659,88	6 976 924,03	165 713 735,85	
37 - Stocks à l'extérieur	47 126,92		47 126,92	
TOTAL CLASSE 3	187 635 361,92	7 443 723,05	180 191 638,87	180 191 638,87
- CREANCES				
40 - Comptes débiteurs du passif	70 575 469,58		70 575 469,58	
42 - Créances d'investissements	954 797 645,98	2 224 740,00	952 572 905,98	
43 - Créances de stocks	2 425 719,50		2 425 719,50	
44 - Créances s/Stes apparentées	40 000 000,00		40 000 000,00	
45 - Avances pour comptes	6 315 175,79		6 315 175,79	
46 - Avances d'exploitation	59 328 812,17		59 328 812,17	
47 - Créances sur clients	463 145 351,83	122 698 714,20	340 446 637,63	
48 - Disponibilités	277 552 990,08		277 552 990,08	
TOTAL CLASSE 4	1 874 141 164,93	124 923 454,20	1 749 217 710,73	1 749 217 710,73
TOTAL	6 663 839 205,57	1 976 310 959,44	4 677 528 246,13	4 677 528 246,13

PASSIF DU BILAN ARRETE AU 31/12/2003

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
- FONDS PROPRES		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	150 000 000,00	
134 - Réserves facultatives	231 524 947,39	
150 - Ecart de réévaluation		
180 - Résultat en instance d'affectation	184 602,00	
190 - Provisions pour pertes probables	99 856 742,12	
195 - Provisions p/charges à répartir		
TOTAL CLASSE 1	1 981 566 291,51	1 981 566 291,51
- DETTES		
50 - Comptes créditeurs de l'actif		
52 - Dettes d'investissements	1 310 807 907,23	
53 - Dettes de stocks	2 163 981,56	
54 - Détentions pour compte	89 059 956,98	
55 - Dettes envers les associés	516 755 484,71	
56 - Dettes d'exploitation	462 458 127,98	
57 - Avances commerciales	12 847 088,17	
TOTAL CLASSE 5	2 394 092 546,63	2 394 092 546,63
- RESULTAT DE L'EXERCICE		
88 - Résultat Net au 31/12/2003	301 869 407,99	
TOTAL CLASSE 8	301 869 407,99	301 869 407,99
TOTAL GENERAL	4 677 528 246,13	4 677 528 246,13

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/ 2003

TABLEAU n° 2

N° de comptes	DESIGNATION	2 003	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70 60	Ventes de Marchandises Marchandises consommées	17 652 820,04	83 451 509,46
80	MARGE BRUTE		65 798 689,42
80 71 74 75 61 62	Marge brute Production vendue denrées Prestations fournies Transfert de charges de production Matières et fournitures consommées Services	221 451 939,31 77 739 677,81	65 798 689,42 470 894 162,64 646 442 847,60 866 098,97
	Total	299 191 617,12	1 184 001 798,63
81	VALEUR AJOUTEE		884 810 181,51
81 77 78 63 64 65 66 68	Valeur ajoutée Produits divers Transfert de charges d'exploitation Frais de personnel Impôts et taxes Frais financiers Frais divers Dotations aux amortissements et provisions	238 639 362,32 41 310 464,23 77 207 245,74 9 147 778,04 164 353 137,21	884 810 181,51 36 037 121,05 3 293 729,28
	Total	530 667 987,54	924 141 031,84
	RESULTAT D'EXPLOITATION		393 483 044,30
79 69	Produits hors exploitation Charges hors exploitation	262 382 936,29	295 546 813,98
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION		33 163 877,69
83 84	Résultat d'exploitation Résultat hors exploitation		393 483 044,30 33 163 877,69
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		426 646 921,99
	Impôt sur les bénéfices IBS	124 777 514,00	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		301 869 407,99

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2004

TABLEAU n°1

DESIGNATION	Montants Bruts	Amortissements ou provisions	Montants Nets	Totaux partiels
- INVESTISSEMENTS				
21 - Valeurs incorporelles				
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	4 096 344 901,87	1 959 492 398,61	2 136 852 503,26	
25 - Equipements sociaux	1 858 014,86	1 467 691,80	390 323,06	
28 - Investissements en cours				
TOTAL CLASSE 2	4 641 874 916,73	1 960 960 090,41	2 680 914 826,32	2 680 914 826,32
- STOCKS				
30 - Marchandises	13 809 042,32	414 201,09	13 394 841,23	
31 - Matières et fournitures	291 225 936,60	12 385 154,69	278 840 781,91	
37 - Stocks à l'extérieur	692 358,12		692 358,12	
TOTAL CLASSE 3	305 727 337,04	12 799 355,78	292 927 981,26	292 927 981,26
- CREANCES				
40 - Comptes débiteurs du passif	330 900,00		330 900,00	
42 - Créances d'investissements	1 273 441 118,71	2 186 375,00	1 271 254 743,71	
43 - Créances de stocks	2 336 667,50		2 336 667,50	
44 - Créances s/Stes apparentées	116 886 472,99		116 886 472,99	
45 - Avances pour comptes	6 650 091,26		6 650 091,26	
46 - Avances d'exploitation	97 079 878,25		97 079 878,25	
47 - Créances sur clients	484 755 970,73	104 301 501,48	380 454 469,25	
48 - Disponibilités	286 591 086,47		286 591 086,47	
TOTAL CLASSE 4	2 268 072 185,91	106 487 876,48	2 161 584 309,43	2 161 584 309,43
TOTAL	7 215 674 439,68	2 080 247 322,67	5 135 427 117,01	5 135 427 117,01

PASSIF DU BILAN ARRETE AU 31/12/2004

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
- FONDS PROPRES		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	150 000 000,00	
134 - Réserves facultatives	52 141 557,38	
134/1 - Fonds de renouvellement	273 400 000,00	
180 - Résultat en instance d'affectation	209 775,00	
190 - Provisions pour pertes probables	190 370 572,20	
TOTAL CLASSE 1	2 166 121 904,58	2 166 121 904,58
- DETTES		
50 - Comptes créditeurs de l'actif		
52 - Dettes d'investissements	1 306 029 512,03	
53 - Dettes de stocks	3 314 360,06	
54 - Détentions pour compte	104 723 149,09	
55 - Dettes envers les associés apparentées	626 085 902,71	
56 - Dettes d'exploitation	558 521 163,25	
57 - Avances commerciales	14 137 036,56	
TOTAL CLASSE 5	2 612 811 123,70	2 612 811 123,70
- RESULTAT DE L'EXERCICE		
88 - Résultat Net au 31/12/2004	356 494 088,73	
TOTAL CLASSE 8	356 494 088,73	356 494 088,73
TOTAL GENERAL	5 135 427 117,01	5 135 427 117,01

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/ 2004

TABLEAU n° 2

N° de comptes	DESIGNATION	2 004	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70 60	Ventes de Marchandises Marchandises consommées	17 327 593,81	111 728 720,74
80	MARGE BRUTE		94 401 126,93
80 71 74 75 61 62	Marge brute Production vendue denrées Prestations fournies Transfert de charges de production Matières et fournitures consommées Services	247 437 242,28 83 836 612,35	94 401 126,93 593 797 679,95 726 138 007,45 3 553 684,34
	Total	331 273 854,63	1 417 890 498,67
81	VALEUR AJOUTEE		1 086 616 644,04
81 77 78 63 64 65 66 68	Valeur ajoutée Produits divers Transfert de charges d'exploitation Frais de personnel Impôts et taxes Frais financiers Frais divers Dotations aux amortissements et provisions	295 230 451,04 48 502 734,69 77 669 162,78 11 224 635,48 146 783 082,34	1 086 616 644,04 23 465 238,10 4 855 013,37
	Total	579 410 066,33	1 114 936 896,51
	RESULTAT D'EXPLOITATION		535 526 829,18
79 69	Produits hors exploitation Charges hors exploitation	392 838 599,02	348 014 583,57
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	44 824 015,45	
83 84	Résultat d'exploitation Résultat hors exploitation	44 824 015,45	535 526 829,18
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		490 702 813,73
	Impôt sur les bénéfices IBS	134 208 725,00	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		356 494 088,73

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2005

TABLEAU n°1

DESIGNATION	Montants Bruts	Amortissements ou provisions	Montants Nets	Totaux partiels
- INVESTISSEMENTS				
21 - Valeurs incorporelles				
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	4 159 016 881,04	2 064 420 014,51	2 094 596 866,53	
25 - Equipements sociaux	1 559 519,16	1 228 813,04	330 906,12	
28 - Investissements en cours				
TOTAL CLASSE 2	4 704 248 400,20	2 065 648 627,55	2 638 599 772,65	2 638 599 772,65
- STOCKS				
30 - Marchandises	11 721 146,97	417 256,00	11 303 890,97	
31 - Matières et fournitures	292 178 862,20	17 722 788,75	274 456 073,45	
37 - Stocks à l'extérieur	574 189,02		574 189,02	
TOTAL CLASSE 3	304 474 198,19	18 140 044,75	286 334 153,44	286 334 153,44
- CREANCES				
40 - Comptes débiteurs du passif	364 800,00		364 800,00	
42 - Créances d'investissements	1 543 328 778,55	1 939 100,00	1 541 389 678,55	
43 - Créances de stocks	1 976 191,00		1 976 191,00	
44 - Créances s/Stes apparentées	194 622 222,80		194 622 222,80	
45 - Avances pour comptes	5 623 764,26		5 623 764,26	
46 - Avances d'exploitation	116 085 843,60		116 085 843,60	
47 - Créances sur clients	389 881 500,45	97 384 607,64	292 496 892,81	
48 - Disponibilités	501 635 886,89		501 635 886,89	
TOTAL CLASSE 4	2 753 518 987,55	99 323 707,64	2 654 195 279,91	2 654 195 279,91
TOTAL	7 762 241 685,94	2 183 112 379,94	5 579 129 206,00	5 579 129 206,00

PASSIF DU BILAN ARRETE AU 31/12/2005

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
- FONDS PROPRES		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	150 000 000,00	
134 - Réserves facultatives	440 920 421,11	
150 - Ecart de réévaluation		
180 - Résultat en instance d'affectation	251 730,00	
190 - Provisions pour pertes probables	182 352 734,03	
195 - Provisions p/charges à répartir		
TOTAL CLASSE 1	2 273 524 885,14	2 273 524 885,14
- DETTES		
50 - Comptes créditeurs de l'actif		
52 - Dettes d'investissements	1 306 652 341,12	
53 - Dettes de stocks	3 356 181,93	
54 - Détentions pour compte	92 391 071,01	
55 - Dettes envers les associés	765 530 285,02	
56 - Dettes d'exploitation	645 034 387,02	
57 - Avances commerciales	19 778 080,25	
TOTAL CLASSE 5	2 832 742 346,35	2 832 742 346,35
- RESULTAT DE L'EXERCICE		
88 - Résultat Net au 31/12/2005	472 861 974,51	
TOTAL CLASSE 8	472 861 974,51	472 861 974,51
TOTAL GENERAL	5 579 129 206,00	5 579 129 206,00

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/ 2005

TABLEAU n° 2

N° de comptes	DESIGNATION	2 005	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70	Ventes de Marchandises		122 191 112,82
60	Marchandises consommées	16 541 937,29	
80	MARGE BRUTE		105 649 175,53
80	Marge brute		105 649 175,53
71	Production vendue denrées		634 318 324,95
74	Prestations fournies		887 401 400,48
75	Transfert de charges de production		1 117 384,60
61	Matières et fournitures consommées	241 752 298,22	
62	Services	104 827 429,96	
	Total	346 579 728,18	1 628 486 286,66
31	VALEUR AJOUTEE		1 281 906 557,38
81	Valeur ajoutée		1 281 906 557,38
77	Produits divers		28 842 079,60
78	Transfert de charges d'exploitation		9 518 734,43
63	Frais de personnel	314 361 715,39	
64	Impôts et taxes	55 785 304,99	
65	Frais financiers	83 985 876,08	
66	Frais divers	12 595 768,24	
68	Dotations aux amortissements et provisions	145 995 242,19	
	Total	612 723 906,89	1 320 267 371,41
	RESULTAT D'EXPLOITATION		707 543 464,52
79	Produits hors exploitation		328 576 813,28
69	Charges hors exploitation	422 927 526,29	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	94 350 713,01	
83	Résultat d'exploitation		707 543 464,52
84	Résultat hors exploitation	94 350 713,01	
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		613 192 751,51
	Impôt sur les bénéfices IBS	140 330 777,00	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		472 861 974,51

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2006

TABLEAU n°1

DESIGNATION	Montants Bruts	Amortissements ou provisions	Montants Nets	Totaux partiels
- INVESTISSEMENTS				
21 - Valeurs incorporelles	10 934 366,88	10 763 179,87	171 187,01	
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	4 128 549 834,41	2 171 881 173,84	1 956 668 460,57	
25 - Equipements sociaux	1 608 593,78	1 298 671,30	309 922,48	
28 - Investissements en cours				
TOTAL CLASSE 2	4 684 764 595,07	2 183 943 025,01	2 500 821 570,06	2 500 821 570,06
- STOCKS				
30 - Marchandises	10 148 692,15	469 347,55	9 679 344,60	
31 - Matières et fournitures	285 560 881,09	11 164 257,51	274 396 623,58	
37 - Stocks à l'extérieur	428 976,72		428 976,72	
TOTAL CLASSE 3	296 138 549,96	11 633 605,06	284 504 944,90	284 504 944,90
- CREANCES				
40 - Comptes débiteurs du passif	284 400,00		284 400,00	
42 - Créances d'investissements	1 587 584 288,00	171 025 865,00	1 416 558 423,00	
43 - Créances de stocks	2 038 111,00		2 038 111,00	
44 - Créances s/Stes apparentées	242 286 582,80		242 286 582,80	
45 - Avances pour comptes	3 876 597,90		3 876 597,90	
46 - Avances d'exploitation	105 623 877,18		105 623 877,18	
47 - Créances sur clients	517 189 762,96	142 675 397,80	374 514 365,16	
48 - Disponibilités	818 666 132,21	6 952 423,38	811 713 708,83	
TOTAL CLASSE 4	3 277 549 752,05	320 653 686,18	2 956 896 065,87	2 956 896 065,87
TOTAL	8 268 452 897,08	2 516 230 318,25	5 742 222 580,83	5 742 222 580,83

PASSIF DU BILAN ARRETE AU 31- 12 -2006

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
- FONDS PROPRES		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	150 000 000,00	
134 - Réserves facultatives	631 586 125,62	
150 - Ecart de réévaluation		
180 - Résultat en instance d'affectation	293 685,00	
190 - Provisions pour pertes probables		
195 - Provisions p/charges à répartir		
TOTAL CLASSE 1	2 281 879 810,62	2 281 879 810,62
- DETTES		
50 - Comptes créditeurs de l'actif	21 596 913,37	
52 - Dettes d'investissements	1 164 628 182,94	
53 - Dettes de stocks	692 990,85	
54 - Détentions pour compte	120 348 474,91	
55 - Dettes envers les associés	813 165 987,02	
56 - Dettes d'exploitation	633 504 270,85	
57 - Avances commerciales	26 744 637,64	
TOTAL CLASSE 5	2 780 681 467,58	2 780 681 467,58
- RESULTAT DE L'EXERCICE		
88 - Résultat Net au 31/12/2006	679 661 312,63	
TOTAL CLASSE 8	679 661 312,63	679 661 312,63
TOTAL GENERAL	5 742 222 580,83	5 742 222 580,83

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31-12-2006

TABLEAU n° 2

N° de comptes	DESIGNATION	2 006	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70 60	Ventes de Marchandises Marchandises consommées	17 618 364,92	124 146 672,36
80	MARGE BRUTE		106 528 307,44
80 71 74 75 61 62	Marge brute Production vendue denrées Prestations fournies Transfert de charges de production Matières et fournitures consommées Services	246 067 202,99 92 861 341,42	106 528 307,44 643 958 447,39 925 505 804,96 2 989 172,18
	Total	338 928 544,41	1 678 981 731,97
81	VALEUR AJOUTEE		1 340 053 187,56
81 77 78 63 64 65 66 68	Valeur ajoutée Produits divers Transfert de charges d'exploitation Frais de personnel Impôts et taxes Frais financiers Frais divers Dotations aux amortissements et provisions	382 718 752,54 42 729 138,35 12 770 352,11 12 764 622,45 147 247 078,60	1 340 053 187,56 28 996 275,23 5 612 626,63
	Total	598 229 944,05	1 374 662 089,42
	RESULTAT D'EXPLOITATION		776 432 145,37
79 69	Produits hors exploitation Charges hors exploitation	394 393 983,80	399 383 014,06
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION		4 989 030,26
83 84	Résultat d'exploitation Résultat hors exploitation		776 432 145,37 4 989 030,26
830	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		781 421 175,63
	Impôt sur les bénéfices IBS	101 759 863,00	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		679 661 312,63

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2007

TABLEAU n°1

DESIGNATION	Montants Bruts	Amortissements ou provisions	Montants Nets	Totaux partiels
- INVESTISSEMENTS				
21 - Valeurs incorporelles	10 934 366,88	10 830 653,47	103 713,41	
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	4 158 329 624,44	2 316 088 562,17	1 842 241 062,27	
25 - Equipements sociaux	1 673 856,87	1 348 198,74	325 658,13	
28 - Investissements en cours				
TOTAL CLASSE 2	4 714 603 848,19	2 328 267 414,38	2 386 342 433,81	2 386 342 433,81
- STOCKS				
30 - Marchandises	9 428 397,10	466 666,29	8 961 730,81	
31 - Matières et fournitures	327 307 626,55	11 509 579,87	315 798 046,68	
37 - Stocks à l'extérieur				
TOTAL CLASSE 3	336 736 023,65	11 976 246,16	324 759 777,49	324 759 777,49
- CREANCES				
40 - Comptes débiteurs du passif	5 302 861,91		5 302 861,91	
42 - Créances d'investissements	2 418 175 233,40	171 000 000,00	2 247 175 233,40	
43 - Créances de stocks	2 049 723,50		2 049 723,50	
44 - Créances s/Stes apparentées	257 868 507,80		257 868 507,80	
45 - Avances pour comptes	11 618 491,95		11 618 491,95	
46 - Avances d'exploitation	91 675 876,98		91 675 876,98	
47 - Créances sur clients	540 491 887,11	88 080 232,25	452 411 654,86	
48 - Disponibilités	483 250 994,23	6 952 423,43	476 298 570,80	
TOTAL CLASSE 4	3 810 433 576,88	266 032 655,68	3 544 400 921,20	3 544 400 921,20
TOTAL	8 861 779 448,72	2 605 276 316,22	6 256 503 132,50	6 256 503 132,50

PASSIF DU BILAN ARRETE AU 31/12/2007

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
- FONDS PROPRES		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	150 000 000,00	
134 - Réserves facultatives	993 901 123,25	
150 - Ecart de réévaluation		
180 - Résultat en instance d'affectation	335 640,00	
190 - Provisions pour pertes probables		
195 - Provisions p/charges à répartir		
TOTAL CLASSE 1	2 644 236 763,25	2 644 236 763,25
- DETTES		
50 - Comptes créditeurs de l'actif	45 213 923,72	
52 - Dettes d'investissements	1 167 557 723,58	
53 - Dettes de stocks	667 172,37	
54 - Détentions pour compte	151 050 868,49	
55 - Dettes envers les associés	828 165 609,02	
56 - Dettes d'exploitation	691 374 769,95	
57 - Avances commerciales	39 334 783,16	
TOTAL CLASSE 5	2 923 364 850,29	2 923 364 850,29
- RESULTAT DE L'EXERCICE		
88 - Résultat Net au 31/12/2007	687 901 518,96	
TOTAL CLASSE 8	687 901 518,96	687 901 518,96
TOTAL GENERAL	6 256 503 132,50	6 256 503 132,50

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/ 2007

TABLEAU n° 2

N° de comptes	DESIGNATION	2 007	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70 60	Ventes de Marchandises Marchandises consommées	15 819 576,90	115 500 845,29
80	MARGE BRUTE		99 681 268,39
80 71 74 75 61 62	Marge brute Production vendue denrées Préstations fournies Transfert de charges de production Matières et fournitures consommées Services	275 923 548,13 91 563 142,36	99 681 268,39 677 468 777,41 999 357 998,22 1 189 448,32
	Total	367 486 690,49	1 777 697 492,34
81	VALEUR AJOUTEE		1 410 210 801,85
81 77 78 63 64 65 66 68	Valeur ajoutée Produits divers Transfert de charges d'exploitation Frais de personnel Impôts et taxes Frais financiers Frais divers Dotations aux amortissements et provisions	618 905 589,56 49 061 094,17 74 449 227,97 11 036 422,40 158 100 309,03	1 410 210 801,85 36 875 470,21 36 568 653,95
	Total	911 562 643,13	1 483 664 926,01
	RESULTAT D'EXPLOITATION		572 102 282,88
79 69	Produits hors exploitation Charges hors exploitation	371 181 206,73	658 407 407,81
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION		287 226 201,08
83 84	Résultat d'exploitation Résultat hors exploitation		572 102 282,88 287 226 201,08
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		859 328 483,96
	Impôt sur les bénéfices IBS	171 426 965,00	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		687 901 518,96

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2008

TABLEAU n°1

DESIGNATION	Montants bruts	Amortissements ou provisions	Montants nets	Totaux partiels
- INVESTISSEMENTS				
21 - Valeurs incorporelles	47 634 581,25	14 196 974,45	33 437 606,80	
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	4 190 424 924,52	2 448 847 080,21	1 741 577 844,31	
25 - Equipements sociaux	1 596 570,64	1 340 817,36	255 753,28	
28 - Investissements en cours	1 170 646,67		1 170 646,67	
TOTAL CLASSE 2	4 784 498 723,08	2 464 384 872,02	2 320 113 851,06	2 320 113 851,06
- STOCKS				
30 - Marchandises	8 705 918,12	471 167,49	8 234 750,63	
31 - Matieres et fournitures	312 580 067,57	13 285 210,99	299 294 856,58	
37 - Stocks a l'exterieur	2 290 075,42		2 290 075,42	
TOTAL CLASSE 3	323 576 061,11	13 756 378,48	309 819 682,63	309 819 682,63
- CREANCES				
40 - Comptes debiteurs du passif	145 800,00		145 800,00	
42 - Créances d'investissements	2 437 200 368,00	171 050 000,00	2 266 150 368,00	
43 - Créances de stocks	2 059 023,50		2 059 023,50	
44 - Créances s/Stes apparentées	314 268 507,80		314 268 507,80	
45 - Avances pour comptes	14 828 206,22		14 828 206,22	
46 - Avances d'exploitation	170 931 310,91		170 931 310,91	
47 - Créances sur clients	698 379 727,27	86 080 243,32	612 299 483,95	
48 - Disponibilités	629 197 390,49	6 952 423,43	622 244 967,06	
TOTAL CLASSE 4	4 267 010 334,19	264 032 666,75	4 002 927 667,44	4 002 927 667,44
TOTAL	9 375 085 113,38	2 742 223 917,25	6 632 861 201,13	6 632 861 201,13

PASSIF DU BILAN AU 31/12/2008

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
- FONDS PROPRES		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	150 000 000,00	
134 - Réserve facultative	423 658 282,21	
13401 - Fonds de renouvellement	923 400 000,00	
150 - Ecart de réévaluation		
180 - Résultat en instance d'affectation		
190 - Provisions pour pertes probables		
195 - Provisions p/charges à répartir		
TOTAL CLASSE 1	2 997 058 282,21	2 997 058 282,21
- DETTES		
50 - Comptes créditeurs de l'actif	120 563 179,11	
52 - Dettes d'investissements	1 059 309 338,40	
53 - Dettes de stocks	1 620 171,21	
54 - Détentions pour compte	179 753 860,22	
55 - Dettes envers les associés	883 859 393,02	
56 - Dettes d'exploitation	588 618 144,62	
57 - Avances commerciales	52 852 514,37	
TOTAL CLASSE 5	2 886 576 600,95	2 886 576 600,95
- RESULTAT DE L'EXERCICE		
88 - Résultat Net au 31/12/2008	749 226 317,97	
TOTAL CLASSE 8	749 226 317,97	749 226 317,97
TOTAL GENERAL	6 632 861 201,13	6 632 861 201,13

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/2008

TABLEAU n° 2

N° de comptes	DESIGNATION	2 008	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70 60	Ventes de Marchandises Marchandises consommées	17 881 750,18	124 445 162,35
80	MARGE BRUTE		106 563 412,17
80 71 74 75 61 62	Marge brute Production vendue denrées Prestations fournies Transfert de charges de production Matières et fournitures consommées Services	328 195 082,37 89 884 878,30	106 563 412,17 771 135 431,77 1 063 070 483,69 1 301 731,04
	Total	418 079 960,67	1 942 071 068,67
81	VALEUR AJOUTEE		1 523 991 098,00
81 76 77 78 63 64 65 66 68	Valeur ajoutée Revenus financiers Produits divers Transfert de charges d'exploitation Frais de personnel Impôts et taxes Frais financiers Frais divers Dotations aux amortissements et provisions	589 663 743,42 54 732 882,87 76 863 132,68 14 279 963,91 159 012 230,80	1 523 991 098,00 27 500,00 66 775 842,88 7 295 273,63
	Total	894 651 963,68	1 598 089 714,51
	RESULTAT D'EXPLOITATION		703 537 760,83
79 69	Produits hors exploitation Charges hors exploitation	363 968 223,53	554 333 131,08
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION		190 364 907,55
83 84	Résultat d'exploitation Résultat hors exploitation		703 537 760,83 190 364 907,55
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		893 902 668,38
	Impôt sur les bénéfices IBS	144 676 350,41	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		749 226 317,97

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2009

DESIGNATION	Montants bruts	Amortissements ou provisions	Montants nets	Totaux partiels
<u>- INVESTISSEMENTS</u>				
21 - Valeurs incorporelles	48 053 796,25	21 557 781,46	26 496 014,79	
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	4 167 228 822,73	2 568 489 398,41	1 598 739 424,32	
25 - Equipements sociaux	1 596 570,64	1 392 935,68	203 634,96	
28 - Investissements en cours	206 187 567,52		206 187 567,52	
TOTAL CLASSE 2	4 966 738 757,14	2 591 440 115,55	2 375 298 641,59	2 375 298 641,59
<u>- STOCKS</u>				
30 - Marchandises	6 950 924,86	453 339,45	6 497 585,41	
31 - Matieres et fournitures	313 383 966,87	12 851 110,90	300 532 855,97	
37 - Stocks a l'exterieur				
TOTAL CLASSE 3	320 334 891,73	13 304 450,35	307 030 441,38	307 030 441,38
<u>- CREANCES</u>				
40 - Comptes debiteurs du passif	262 500,00		262 500,00	
42 - Créances d'investissements	1 546 507 966,87	171 037 500,00	1 375 470 466,87	
43 - Créances de stocks	2 061 123,50		2 061 123,50	
44 - Créances s/Stes apparentées	373 018 870,80		373 018 870,80	
45 - Avances pour comptes	27 885 396,24		27 885 396,24	
46 - Avances d'exploitation	156 140 059,52		156 140 059,52	
47 - Créances sur clients	586 178 545,12	85 264 865,19	500 913 679,93	
48 - Disponibilites	1 843 329 418,23	6 952 423,43	1 836 376 994,80	
TOTAL CLASSE 4	4 535 383 880,28	263 254 788,62	4 272 129 091,66	4 272 129 091,66
TOTAL	9 822 457 529,15	2 867 999 354,52	6 954 458 174,63	6 954 458 174,63

PASSIF DU BILAN AU 31/12/2009

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
- FONDS PROPRES		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	150 000 000,00	
134 - Réserve facultative	425 236 600,18	
13401 -Fonds de renouvellement	1 313 400 000,00	
150 - Ecart de réévaluation		
180 - Résultat en instance d'affectation		
190 - Provisions pour pertes probables		
195 - Provisions p/charges à répartir		
TOTAL CLASSE 1	3 388 636 600,18	3 388 636 600,18
- DETTES		
50 - Comptes créditeurs de l'actif	45 187 454,29	
52 - Dettes d'investissements	1 205 298 575,22	
53 - Dettes de stocks	1 379 703,27	
54 - Détentions pour compte	122 575 358,03	
55 - Dettes envers les associés	941 748 044,02	
56 - Dettes d'exploitation	372 850 553,77	
57 - Avances commerciales	46 820 628,57	
TOTAL CLASSE 5	2 735 860 317,17	2 735 860 317,17
- RESULTAT DE L'EXERCICE		
88 - Résultat Net au 31/12/2009	829 961 257,28	
TOTAL CLASSE 8	829 961 257,28	829 961 257,28
TOTAL GENERAL	6 954 458 174,63	6 954 458 174,63

BILAN AU 31-12-2009

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/2009

TABLEAU n° 2

de bilan	DESIGNATION	2009	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70 60	Ventes de Marchandises Marchandises consommées	17 792 937,90	121 087 628,61
80	MARGE BRUTE		103 294 690,71
80	Marge brute		103 294 690,71
71	Production vendue denrées		666 754 127,20
74	Prestations fournies		914 419 285,93
75	Transfert de charges de production		2 240 727,45
61	Matières et fournitures consommées	270 632 298,83	
62	Services	118 757 578,18	
	Total	389 389 877,01	686 708 834,29
81	VALEUR AJOUTEE		297 318 954,28
81	Valeur ajoutée	✓	1 297 318 954,28
76	Revenus financiers		87 500,00
77	Produits divers		58 145 937,99
78	Transfert de charges d'exploitation		8 190 826,80
63	Frais de personnel	545 538 260,42	
64	Impôts et taxes	54 841 634,59	
65	Frais financiers	78 707 072,55	
66	Frais divers	11 599 442,81	
68	Dotations aux amortissements et provisions	158 338 589,23	
	Total	849 024 999,60	1 363 743 249,07
82	RESULTAT D'EXPLOITATION		514 718 219,47
79 69	Produits hors exploitation Charges hors exploitation	315 933 227,37	826 137 731,36
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION		510 204 503,99
83	Résultat d'exploitation		514 718 219,47
84	Résultat hors exploitation		510 204 503,99
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		1 024 922 723,46
	Impôt sur les bénéfices IBS	194 961 466,18	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		829 961 257,28

BILAN ACTIF CUMULE

ARRETE AU 31/12/2010

ACTIF	NOTE	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Immobilisations incorporelles		50 233 939,40	29 940 276,47	20 293 662,93	26 496 015,79
Immobilisations corporelles		5 088 046 980,29	3 004 829 914,28	2 083 217 066,01	2 191 882 698,15
Immobilisations en cours		3 443 785 638,34		3 443 785 638,34	1 166 026 104,72
Equipements neufs en stocks		7 766 586,49	3 185 365,83	4 581 220,66	4 581 220,66
Immobilisations financières		343 110 546,34	170 875 000,00	172 235 546,34	171 772 463,00
Autres participations & créances rattachées		22 000 000,00	875 000,00	21 125 000,00	20 962 500,00
Autres titres immobilisés		321 105 551,34	170 000 000,00	151 105 551,34	150 804 968,00
Prêts & autres actifs financiers		4 995,00		4 995,00	4 995,00
Impôts différés actif		10 244 821,11		10 244 821,11	8 866 668,27
TOTAL ACTIF NON COURANT		8 943 188 511,97	3 208 930 958,58	5 734 257 553,39	3 569 625 171,59
Stocks & encours		310 973 986,44	1 358 602,81	309 615 383,63	313 466 781,37
Créances & emplois assimilés		1 020 808 249,53	79 771 491,75	941 036 757,78	1 085 241 952,52
Clients		442 964 991,43	79 484 991,75	363 479 999,68	512 030 280,91
Autres débiteurs		421 524 973,61	286 500,00	421 238 473,61	414 959 935,00
Impôts		156 226 322,83		156 226 322,83	156 182 574,95
Autres actifs courants		91 961,66		91 961,66	69 161,66
Disponibilités & assimilés		1 641 590 662,44	6 952 423,43	1 634 638 239,01	2 142 497 690,11
Placements & autres actifs financiers courants		300 000 000,00		300 000 000,00	300 000 000,00
Trésorerie		1 341 590 662,44	6 952 423,43	1 334 638 239,01	1 842 497 690,11
TOTAL ACTIF COURANT		2 973 372 898,41	88 082 517,99	2 885 290 380,42	3 541 206 424,00
TOTAL GENERAL ACTIF		11 916 561 410,38	3 296 913 074,57	8 619 548 335,81	7 110 831 595,59

BILAN PASSIF CUMULE **ARRETE AU 31/12/2010**

PASSIF	NOTE	N	N-1
<u>CAPITAUX PROPRES</u>			
Capital émis		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Primes & réserves		2 354 979 857,46	1 888 636 600,18
Résultat net de l'exercice 2010		112 752 335,58	793 767 070,14
Autres capitaux propres-Impact dû au passage PCN/SCF		50 035 338,30	54 487 180,49
Autres capitaux propres-Report à nouveau		- 73 632 749,57	- 114 462 411,18
TOTAL 1		3 944 134 781,77	4 122 428 439,63
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>			
Emprunt auprès des établissements de crédits		2 683 419 617,41	1 021 031 605,95
Emprunts trésor		38 910 111,00	6 649 600,00
Impôts différés passif		22 223 410,02	21 905 526,55
Provisions p/pensions & obligat similaires		217 891 069,55	126 063 673,88
Dépôts & cautionnements reçus		11 816 015,10	11 816 015,10
Comptes de liaison Etablissements & stés/Part		-	-
TOTAL PASSIF NON COURANT II		2 974 260 223,08	1 187 466 421,48
<u>PASSIFS COURANTS</u>			
Fournisseurs & comptes rattachés		226 948 114,40	204 498 975,81
impôts		146 944 737,70	325 942 686,24
Autres dettes		1 302 960 162,53	1 246 094 756,10
Intérêts courus		24 400 316,33	24 400 316,33
TOTAL PASSIF COURANT		1 701 263 330,96	1 800 936 734,48
TOTALGENERAL PASSIF		6 619 648 335,81	7 110 831 595,59

COMPTE DE RESULTATS CUMULES ARRETE AU 31/12/2010

INTITULE	N	N-1
Ventes de marchandises	157 105 601,39	305 210 723,94
Ventes de produits finis	487 935 901,00	672 375 823,08
Autres prestations de services	514 068 501,19	915 990 847,17
Ventes & produits annexes (1)	1 159 110 003,58	1 893 577 394,19
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	1 159 110 003,58	1 893 577 394,19
Achats consommés	239 990 432,85	361 887 100,74
Services extérieurs	26 476 825,32	31 396 298,20
Autres services extérieurs	24 489 581,93	106 841 556,41
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE	290 956 840,10	500 124 955,35
III-VALEUR AJOUTE D'EXPLOITATION (I - II)	868 153 163,48	1 393 452 438,84
Charges de personnel	437 539 760,39	600 949 705,79
Impôts,taxes & versements assimilés	36 949 759,19	97 372 534,47
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	393 663 643,90	695 130 198,58
Autres produits opérationnels	9 329 481,73	72 324 264,10
Autres charges opérationnelles	44 355 008,38	159 914 885,42
Dot aux amort,Prov & Pertes de valeur	214 101 141,38	482 130 474,44
Reprises sur pertes de valeur & provisions	27 189 343,20	698 444 084,63
V-RESULTAT OPERATIONNEL	-221 937 324,83	128 722 988,87
Produits financiers	53 070 447,66	198 113 089,94
Charges financières	61 664 905,82	33 237 740,93
VI-RESULTAT FINANCIER	-8 594 458,16	164 875 349,01
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (IV+ V + VI)	163 131 860,91	988 728 536,46
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	50 379 525,33	194 961 488,18
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires		
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 248 699 276,17	2 862 458 832,86
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 135 946 940,59	2 068 691 762,58
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE	112 752 335,58	793 767 070,28

BILAN ACTIF CUMULE
ARRETE AU 31/12/2011

ACTIF	NOTE	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
ACTIES NON COURANTS					
Immobilisations incorporelles		50 488 939,40	37 759 324,04	12 729 615,36	20 293 662,93
Immobilisations corporelles		5 024 718 154,84	3 079 011 242,06	1 945 706 912,78	2 083 217 066,01
Immobilisations en cours		6 762 729 752,73		6 762 729 752,73	3 443 785 638,34
Equipements neufs en stocks		7 720 224,46	-	7 720 224,46	4 581 220,66
Immobilisations financières		193 845 211,48	170 212 500,00	23 632 711,48	172 235 546,34
Autres participations & créances rattachées		22 625 000,00	212 500,00	22 412 500,00	21 125 000,00
Autres titres immobilisés		171 215 216,48	170 000 000,00	1 215 216,48	151 105 551,34
Prêts & autres actifs non courant		4 995,00		4 995,00	4 995,00
Impôts différés actif		175 579 793,03		175 579 793,03	10 244 821,11
TOTAL ACTIF NON COURANT		12 215 082 075,94	3 286 983 066,10	8 928 099 009,84	5 734 357 955,35
Stocks & encours		310 967 997,71	1 358 602,81	309 609 394,90	309 615 383,63
Créances & emplois assimilés		388 092 596,84	121 193 547,37	266 899 049,47	941 036 757,78
Clients		234 104 711,35	120 907 047,37	113 197 663,98	383 479 999,68
Autres débiteurs		47 190 816,39	286 500,00	46 904 316,39	421 238 473,61
Impôts		105 787 636,76		105 787 636,76	156 226 322,83
Autres actifs courants		1 009 432,34		1 009 432,34	91 961,66
Disponibilités & assimilés		1 370 248 062,17	6 952 423,43	1 363 295 638,74	1 634 638 239,01
Placements & autres actifs financiers courants		300 000 000,00		300 000 000,00	300 000 000,00
Trésorerie		1 070 248 062,17	6 952 423,43	1 063 295 638,74	1 334 638 239,01
TOTAL ACTIF COURANT		2 069 306 656,72	129 504 573,61	1 939 802 083,11	2 685 290 380,42
TOTAL GENERAL ACTIF		14 284 390 732,66	3 416 487 639,71	10 867 903 032,95	8 419 648 335,81

BILAN PASSIF CUMULE**ARRETE AU 31/12/2011**

PASSIF	NOTE	N	N-1
<u>CAPITAUX PROPRES</u>			
Capital émis		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Primes & réserves		2 354 979 857,46	2 354 979 857,46
Résultat net de l'exercice 2011		5 175 544,46	112 752 335,58
Autres capitaux propres-Impact dû au passage PCN/SCF		98 046 460,51	50 035 338,30
Autres capitaux propres-Report à nouveau		1 174 111,11	- 1 174 111,11
TOTAL 1		3 247 475 359,66	3 944 134 761,77
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>			
Emprunt auprès des établissements de crédits		5 778 373 283,25	2 883 419 617,41
Emprunts trésor		38 910 111,00	38 910 111,00
Impôts différés passif		22 221 817,82	22 223 410,02
Provisions p/pensions & obligations similaires		201 600 132,77	217 891 069,55
Dépôts & cautionnements reçus		10 445 615,10	11 816 015,36
Comptes de liaison Etablissements & stés/Part		0,00	0,00
TOTAL PASSIF NON COURANT II		6 049 550 939,94	2 974 260 223,34
<u>PASSIFS COURANTS</u>			
Fournisseurs & comptes rattachés		617 304 506,70	226 948 114,65
impôts		38 782 726,42	146 364 166,34
Autres dettes		890 389 243,70	1 303 540 732,96
Intérêts courus		24 400 316,33	24 400 316,33
TOTAL PASSIF COURANT		1 570 876 793,35	1 701 253 330,28
TOTAL GENERAL PASSIF		10 867 903 932,95	8 619 648 335,81

EGH CHAINE EL- AURASSI

BILAN AU 31-12-2012

BILAN ACTIF CUMULE **ARRETE AU 31/12/2012**

ACTIF	NOTE	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Immobilisations Incorporelles	1	50 488 939,40	45 605 455,09	4 883 484,31	12 729 615,36
Immobilisations corporelles	2	5 468 231 519,31	2 864 843 551,53	2 603 387 967,78	1 945 706 912,78
Immobilisations en cours	4	7 430 598 039,98		7 430 598 039,98	6 762 729 752,73
Equipements neufs en stocks	2	21 536 427,13		21 536 427,13	7 720 224,46
Immobilisations financières	3	187 384 758,42	166 860 600,00	20 524 158,42	23 632 711,48
Autres participations & créances rattachées		22 625 000,00	5 360 600,00	17 264 400,00	22 412 500,00
Autres titres immobilisés		164 754 763,42	161 500 000,00	3 254 763,42	1 215 216,48
Prêts & autres actifs non courant		4 995,00		4 995,00	4 995,00
Impôts différés actif		71 992 702,41		71 992 702,41	175 579 793,03
TOTAL ACTIF NON COURANT		13 230 232 386,55	3 077 309 806,82	10 152 922 780,03	8 928 099 009,84
Stocks & encours	5	458 216 449,56	50 805 792,27	417 410 657,39	309 609 394,90
Créances & emplois assimilés	6	710 473 696,55	100 802 443,41	609 671 253,14	266 899 049,47
Clients		525 875 742,47	100 515 943,41	425 359 799,06	113 197 663,98
Autres débiteurs		47 150 680,25	286 500,00	46 864 180,25	46 904 316,39
Impôts		136 739 773,83		136 739 773,83	105 787 636,76
Autres actifs courants		707 500,00		707 500,00	1 009 432,34
Disponibilités & assimilés	7	205 906 691,43	6 604 809,57	199 301 881,86	1 363 295 638,74
Placements & autres actifs financiers courants				-	300 000 000,00
Trésorerie		205 906 691,43	6 604 809,57	199 301 881,86	1 063 295 638,74
TOTAL ACTIF COURANT		1 384 596 837,64	158 213 045,25	1 226 383 792,39	1 939 804 083,11
TOTAL GENERAL ACTIF		14 614 829 224,29	3 235 522 651,87	11 379 306 572,42	10 867 903 092,95

BILAN PASSIF CUMULE

ARRETE AU 31/12/2012

PASSIF	NOTE	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Primes & réserves		2 354 979 857,46	2 354 979 857,46
Résultat net de l'exercice 2012		527 880 732,27	527 880 732,27
Autres capitaux propres-Impact dû au passage PCN/SCF		84 165 944,87	96 046 460,51
Autres capitaux propres-Report à nouveau			
TOTAL 1	8	3 779 775 714,60	3 247 475 359,66
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunt auprès des établissements de crédits		6 144 261 944,05	5 776 373 263,25
Emprunts trésor		38 910 111,00	38 910 111,00
Impôts différés passif		37 054 972,66	22 221 817,82
Provisions p/pensions & obligations similaires		237 273 159,07	201 600 132,77
Dépôts & cautionnements reçus		15 547 829,10	10 445 615,10
Comptes de liaison Etablissements & stés/Part		0,00	0,00
TOTAL PASSIF NON COURANT II	9	6 473 048 015,88	6 049 550 939,94
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs & comptes rattachés		154 673 738,65	617 304 506,70
impôts		91 268 776,83	38 782 726,42
Autres dettes		854 513 963,81	890 389 243,70
Intérêts courus	11	26 026 362,65	24 400 316,33
TOTAL PASSIF COURANT	10	1 128 482 841,94	1 570 876 793,35
TOTALGENERAL PASSIF		11 379 306 572,42	10 867 903 092,95

COMPTE DE RESULTATS CUMULES ARRETE AU 31/12/2012

INTITULE	NOTE	N	N-1
Ventes de marchandises		164 954 480,24	64 247 309,59
Ventes de produits finis		561 358 777,28	11 948 730,02
Autres prestations de services		755 989 825,95	30 897 661,47
Ventes & produits annexes (1)		1 482 303 083,47	107 093 701,08
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	13	1 482 303 083,47	107 093 701,08
Achats consommés		181 313 695,00	38 879 788,14
Autres achats consommés		110 554 777,68	26 614 333,69
Services extérieurs		41 664 245,94	21 373 580,27
Autres services extérieurs		38 198 803,41	28 317 360,33
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		371 731 522,03	115 185 062,43
III-VALEUR AJOUTE D'EXPLOITATION (I - II)		1 110 571 561,44	-8 091 361,35
Charges de personnel	14	387 688 099,50	406 704 905,86
Impôts,taxes & versements assimilés	15	33 452 530,06	9 891 383,49
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		689 430 931,88	-424 687 650,70
Autres produits opérationnels		283 037 333,53	22 024 277,41
Autres charges opérationnelles	16	59 195 749,71	35 468 114,90
Dot aux amort,Prov & Pertes de valeur	17	288 246 774,95	204 338 450,25
Reprises sur pertes de valeur & provisions		50 765 758,06	38 214 895,06
V-RESULTAT OPERATIONNEL	12	675 791 498,81	-604 255 043,38
Produits financiers		25 420 722,10	40 473 581,00
Charges financières		23 121 200,67	139 780 251,62
VI-RESULTAT FINANCIER	18	2 299 521,43	-99 306 670,62
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)		678 091 020,24	-703 561 714,00
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		46 575 268,18	
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires		103 635 019,79	127 689 169,51
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		1 841 526 897,16	207 806 454,55
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		1 267 070 896,71	783 678 999,04
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE	19	527 880 732,27	-575 872 544,49

TABLE DES MATIERES

Table des matières

Introduction générale -----	02
 Partie I : Gouvernance, décisions d'investissement et de financement comme leviers stratégiques créateurs de valeur intrinsèque et boursière : dans quelle mesure ?	
Introduction de la première partie -----	20
 Chapitre I : La gouvernance et ses effets sur la création de valeur	
Introduction du chapitre -----	24
Section 1 : Une bonne gouvernance comme un moyen créateur de valeur -----	25
1/ Origine et fondements théoriques de la politique de gouvernance et la création de valeur -----	26
1-1/ Origine de la gouvernance -----	26
1-2/ Revue de la littérature concernant la gouvernance et la valeur -----	28
2/ La politique de rémunération des dirigeants et la création de valeur. -----	33
2-1/Différentes composantes de la rémunération et la performance financière-----	34
2-1-1/ La rémunération liquide et la création de valeur -----	34
2-1-2/ La rémunération différée et la création de valeur -----	35
3/ Le mécanisme de contrôle des dirigeants-----	35
3-1/ Le pouvoir de contrôle de l'actionnaire et la création de valeur-----	36
3-1-1/ Le rôle de la politique de contrôle dans la résolution des conflits d'intérêts--	36
3-1-2/ Le conseil d'administration et la délimitation du pouvoir des dirigeants-----	37
3-1-2-1/ Le choix du chef de direction par le conseil d'administration-----	37
3-1-2-2/ Le pouvoir de contrôle du conseil d'administration et la rémunération de l'équipe dirigeante -----	37
3-1-2-3/ La définition des choix stratégiques et la gestion des risques de l'entreprise par le conseil d'administration-----	38

3-2/Le rôle disciplinaire de la conjoncture économique caractérisée par la concurrence	38
3-3/Le rôle du marché financier dans le contrôle de l'équipe dirigeante	38
3-4/Le contrôle par le marché du travail et la création de valeur	39
Section 2 : Mécanismes de gouvernance et la décision d'investissement.	40
1/ Le rôle des mécanismes de gouvernance dans le processus décisionnel	41
1-1/ L'influence des mécanismes de gouvernance sur le choix des projets.	42
1-2/ Les mécanismes de gouvernance et l'étape de ratification	43
1-3/ L'influence des mécanismes de gouvernance sur les étapes de mise en œuvre et de surveillance	43
2/ Le fonctionnement des mécanismes de gouvernance selon la structure de propriété publique	44
2-1/ Mécanismes de gouvernance et le processus décisionnel dans l'entreprise publique	44
2-2/ Mécanismes de gouvernance et création de valeur dans l'entreprise publique.	45
3/ Le fonctionnement des mécanismes de gouvernance selon la structure de propriété privée	45
3-1/ Mécanismes de gouvernance et le processus décisionnel dans l'entreprise privée	45
3-2/ Mécanismes de gouvernance et création de valeur dans l'entreprise privée	46
4/ L'influence de latitude managériale sur les mécanismes de gouvernance	48
5/ Le rôle de la disponibilité des ressources financières dans le changement des mécanismes de gouvernance	49
Section 3 : Mécanismes de gouvernance et la politique de financement	50
1/ L'apport de la théorie de l'agence et des coûts de transaction à la relation entre politique de gouvernance et de financement.	50
2/ L'apport de la théorie de l'enracinement à la relation régissant la politique de financement et la structure de gouvernance de l'entreprise.	52

3/ Le lien de causalité entre la structure de gouvernance et la politique de financement..	53
4/ L'impact de la structure de gouvernance sur la disponibilité des ressources financières	54
4-1/ Le dirigeant comme acteur actif de changement	54
4-2/ La contribution des différentes parties prenantes au changement	55
4-3/ Le système de gouvernance global et la politique de financement	55
Conclusion du chapitre	58
Chapitre II : La décision d'investissement et le processus de création de valeur au sein de l'entreprise	
Introduction du chapitre	60
Section 1 : L'investissement : l'assise de la création de valeur	61
1/ La représentation néo-classique du processus d'investissement	61
1-1/ Introduction du facteur risque comme premier aménagement de la théorie financière néo-classique	62
1-2/ Réaménagement de la théorie financière par l'introduction de la fiscalité	63
2/ La décision d'investissement et l'imperfection du marché : quel impact sur la création de valeur ?	65
3/ Quelles solutions pour l'imperfection du marché?	67
3-1/ L'apport de l'architecture organisationnelle au processus de décision d'investissement	68
3-1-1/ La direction générale et la création de valeur	68
3-1-2/ L'organe de contrôle et la création de valeur	68
3-2/ La structure organisationnelle et le processus d'investissement	69
Section 2 : L'investissement et l'évaluation : condition de la création de valeur	71
1/ L'investissement inscrit dans la stratégie globale de l'entreprise : source de création de valeur	71
1-1/ La stratégie globale de l'entreprise orientée vers la création de valeur	72

1-2/ L'investissement comme locomotive de la stratégie et de la création de valeur ---	73
2/ L'évaluation des investissements pour créer de la valeur -----	76
2-1/ L'apport des critères financiers du choix d'investissement à la création de valeur.	77
2-1-1/ La valeur actuelle nette (VAN) : quel apport à la création de valeur ? -----	77
2-1-2/ Autres critères pour apprécier et évaluer les projets d'investissements -----	79
2-2/ Autres facteurs maximisant la valeur des projets -----	80
Conclusion du chapitre -----	81
Chapitre III : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur	
Introduction du chapitre-----	83
Section 1 : L'apport de financement par fonds propres à la valeur -----	85
1/ Le mode de financement de l'entreprise et la création de valeur -----	86
1-1/ L'impact de la structure financière sur la valeur dans un contexte parfait -----	86
1-2/ L'impact de l'imperfection du marché sur le choix de la structure financière --	87
1-2-1/ La technique de l'arbitrage comme facteur clé de création de valeur -----	87
1-2-2/ Le choix d'une structure financière et la valeur-----	88
2/ Le coût des ressources et la structure financière-----	89
2-1/ Le coût des ressources et la valeur de l'entreprise -----	90
2-2/ Le coût des fonds propres et la valeur de l'entreprise -----	91
2-3/ Le coût de la dette et la valeur de l'entreprise -----	94
3/ Le coût du capital : un élément essentiel pour la valeur -----	94
3-1/Les critères justifiant l'importance du coût des fonds propres par rapport à celui des dettes -----	95
3-2/ Les facteurs influençant le coût de capital -----	96

Section 2 : Le financement par dettes : dans quelle mesure est-il un levier créateur de valeur ?	98
1/ La dette, un moyen de financement ou un moyen de maximisation de richesse ?	98
2/ La dette comme une variable d'ajustement des ressources aux besoins de financement	99
2-1/ La dette : un moyen de financement résiduel à long terme	99
2-2/ La dette : un moyen de financement résiduel à court terme	99
3/ L'endettement comme un levier créateur de valeur	100
3-1/ La dette comme un moyen de création de richesse	100
3-2/ La dette comme un levier de rentabilité	101
3-2-1/ L'endettement et la rentabilité économique	101
3-2-2/ L'impact de l'endettement sur la création de valeur	102
4/ La contribution de la politique de financement à la création de valeur	105
4-1/ La politique de financement et la flexibilité financière	106
4-2/ La politique de financement et la situation opérationnelle de l'entreprise	106
4-3/ La politique de financement comme moyen de signal	107
Conclusion du chapitre	107
Conclusion de la première partie	109
 Partie II : Mesures et indicateurs de création de valeur intrinsèque et boursière. Cas des entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger : SAÏDAL, l'E.G.H-AURASSI	
Introduction de la deuxième partie	111
 Chapitre I : L'impact des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissements et de financement sur la valeur intrinsèque de l'action du groupe saidal et de l'E.G.H. Aurassi (avant et après la cotation).	
Introduction du chapitre	114
 Section 1 : Mesure et indicateurs de création de valeur économique intrinsèque de l'action	114

1/ La performance économique et financière -----	116
2/ La performance boursière-----	117
3/ Indicateurs de mesure de la création de valeur économique intrinsèque -----	117
3-1/ L'indice de la valeur ajoutée économique ou EVA -----	117
3-1-1/ Les composantes de la variable « taux de rendement des capitaux investis » -----	119
3-1-2/ Les composantes de la variable « coût moyen pondéré du capital » -----	120
3-1-3/ Les composantes de la variable « capitaux investis » -----	122
3-2/ Autres indicateurs : Les ratios de rentabilité -----	122
4/ Les variables explicatives de la décision d'investissement -----	124
5/ La variable explicative de la décision de financement -----	125
6/ Choix des variables ou des indicateurs de valeur intrinsèque-----	126
6-1/ Les indicateurs de valeur économique intrinsèque -----	126
6-2/ Les indicateurs de la politique d'investissement -----	127
6-3/ Les indicateurs de la politique de financement -----	128
Section 2 : Vérification des hypothèses portant sur la valeur intrinsèque -----	130
1/ Les hypothèses de notre travail -----	130
1-1/ La gouvernance a un impact positif sur la création de valeur -----	131
1-2/ La décision d'investissement influence positivement la création de valeur intrinsèque et boursière -----	132
1-3/ La décision de financement influence la création de valeur intrinsèque et boursière -----	133
2/ Méthodologie suivie pour la vérification des hypothèses de recherche portant sur la valeur intrinsèque -----	134
2-1/ Le cas de Saidal et de l'E.G.H el Aurassi comme illustration des développements théoriques -----	135
2-2/ Présentation du groupe Saidal faisant l'objet de notre recherche -----	135

2-3/ Présentation de l'E.G.H Aurassi faisant l'objet de notre recherche -----	136
2-4/ Rappel sur les variables choisies pour tester l'impact de la gouvernance, des décisions d'investissements et de financement sur la création de valeur intrinsèque---	137
2-5/ Collecte des données -----	138
3/ Les résultats obtenus sur le premier cas étudié : Saidal -----	138
3-1/ La gouvernance et la création de valeur intrinsèque -----	138
.3-2/ La décision d'investissement et la création de valeur intrinsèque -----	148
3-3/ La décision de financement et la création de valeur intrinsèque. -----	151
3-4/ Qu'en est-il de la création de valeur intrinsèque pour la période allant de 2010 à 2012? Cas de SAIDAL -----	153
4/ Les résultats obtenus sur le deuxième cas étudié l'E.G.H. el Aurassi -----	156
4-1/ L'évolution des indicateurs de création de valeur intrinsèque : avant et après la cotation. -----	156
4-2/ La décision d'investissement et la création de valeur intrinsèque -----	162
4-3/ La décision de financement et la création de valeur intrinsèque -----	163
4-4/ Qu'en est-il de la création de valeur intrinsèque pour la période allant de 2010 à 2012 ? Cas de l'E.G.H-Aurassi -----	164
Section 3 : Discussion et analyse approfondie des résultats sur la valeur intrinsèque. -	167
1/ Gouvernance et création de valeur intrinsèque -----	167
2/ Investissement et création de valeur intrinsèque. -----	170
3/ Politique de financement et création de valeur intrinsèque -----	172
4/ Gouvernance et création de valeur intrinsèque : cas de l'entreprise de gestion hôtelière « Aurassi » -----	174
5/ Décision d'investissement et création de valeur intrinsèque : cas de l'Aurassi -----	177
6/ Décision de financement et création de valeur intrinsèque : cas de l'Aurassi -----	179
Conclusion du chapitre -----	183

Chapitre II : L'apport des modèles stratégiques en termes de gouvernance, d'investissement et de financement à la valeur boursière

Introduction du chapitre -----	185
Section 1 : Modèles d'évaluation de la création de valeur boursière -----	186
1/ Indicateurs de mesure de la valeur boursière de l'action -----	187
1-1/ L'indice de rentabilité totale pour l'actionnaire ou total shareholder return -----	187
1-1-1/ Les variables déterminantes du prix de l'action ou cours de l'action -----	188
1-1-2/ Les variables déterminantes des dividendes reçus -----	190
1-2/ L'indice de market value added ou valeur ajoutée par le marché (MVA) -----	191
1-3/ L'indice de ratio market-to-book (M/B) -----	193
2/ Choix des indicateurs de valeur boursière -----	194
Section 2 : Vérification des hypothèses portant sur la valeur boursière -----	196
1/ L'estimation des actions stratégiques de l'entreprise par le marché -----	197
2/Méthodologie suivie pour la vérification des hypothèses de recherche portant sur la valeur boursière -----	199
3/ Etude de l'évolution des variables de mesure de la valeur boursière, des décisions d'investissement et de financement après la cotation du groupe Saidal -----	200
3-1/ La gouvernance et la création de valeur boursière -----	201
3-2/ L'apport des décisions d'investissement à la création de valeur boursière -----	207
3-3/ La décision de financement et la création de valeur boursière -----	210
3-4/ Les indicateurs boursiers de 2010 à 2012 : Cas de Saidal -----	213
4/ Cas de l'E.G.H-el-Aurassi -----	216
4-1/ L'évolution des indicateurs de mesure de la valeur boursière : après la cotation de l'AURASSI (TSR, MVA, MTB) -----	216
4-2/ Décision d'investissement et création de valeur boursière -----	219
4-3/ Décision de financement et création de valeur boursière -----	221

4-4/ Les indicateurs de créations de valeurs boursière pour la période allant de 2010 à 2012	223
Section 3 : Analyse et discussion des résultats sur la valeur boursière.	225
1/ Gouvernance et création de valeur boursière : cas de Saidal	225
2/ L'investissement et la valeur boursière : cas de Saidal	228
3/ La décision de financement et la valeur boursière : cas de Saïdal	229
4/ Gouvernance et valeur boursière : cas de l'E.G.H. EL-Aurassi	230
5/ Investissements et valeur boursière : cas de l'Aurassi	231
6/ Politique de financement et valeur boursière : cas de l'Aurassi	232
Conclusion du chapitre	235
Chapitre III : Contribution à la liaison entre les décisions financières et la valeur intrinsèque et boursière de l'action	
Introduction du chapitre	237
Section 1 : Corrélation décision d'investissement – valeur intrinsèque (EVA) – valeur boursière (MVA).	238
1/ L'intensité de liaison linéaire entre le premier couple de variables statistiques : taux d'investissement–Economic value added (EVA) (Saidal– el-Aurassi)	239
1-1/ Rappel sur le calcul du coefficient de corrélation par la méthode des moindres carrés.	239
1-2/ Corrélation entre taux d'investissement – Economic value added	240
2/ L'intensité de la liaison entre le deuxième couple de variables statistiques : taux d'investissement – market value added (MVA) : Saidal – Aurassi.	245
Section 2 : Corrélation décision de financement – valeur intrinsèque (EVA) – valeur boursière (MVA).	249
1/ L'intensité de la liaison linéaire entre le premier couple de variables statistiques : taux de la dette – Economic value added (EVA) : (Saidal – Aurassi).	249
2/ L'intensité de la liaison entre le deuxième couple de variables statistiques : taux de la dette – market value added (MVA) : (Saidal – Aurassi).	252

Section 3 : La corrélation entre la valeur intrinsèque et la valeur boursière de l'action-	255
1/ L'intensité de la liaison linéaire entre deux variables statistiques : Economic value added market value added (EVA, MVA) (Saidal – Aurassi) -----	255
1-1/ Corrélacion Economic value added (EVA) et création de valeur boursière (MVA) -----	256
1-2/ Corrélacion Economic value added (EVA) et l'indicateur market to book (MTB)- -----	259
1-3/ Corrélacion Economic value added (EVA) et l'indice total shareholder (TSR)..	262
2/ Corrélacion entre rentabilité financières – MVA -----	264
3/ Discussion des résultats : Saidal – Aurassi -----	268
Conclusion du chapitre -----	270
Conclusion de la deuxième partie. -----	271
Conclusion générale. -----	273
Bibliographie. -----	282
Liste récapitulative des graphes, schémas et tableau -----	291
Liste des abréviations -----	294
Annexes. -----	296
Table des matières. -----	357

Résumé :

Tenant compte de l'ouverture du capital par voie boursière, modifiant la structure de propriété et conduisant au changement de mode de gouvernance, la création de valeur aussi bien au niveau interne qu'externe est tributaire d'une bonne gouvernance influençant positivement les leviers créateurs de valeur à savoir : les décisions financières de type d'investissement et de financement. L'objet de cette recherche est d'appliquer les éléments de la grille de lecture du gouvernement d'entreprise pour expliquer l'incidence des décisions d'investissement et de financement sur la création de valeur intrinsèque et boursière, en s'appuyant sur des indicateurs internes et externes de mesure de la création de valeur.

Mots clés : Valeur intrinsèque, valeur boursière, gouvernance, EVA, MVA, MTB, TSR, Décisions d'investissement et de financement.

Summary:

Taking into account the opening of the capital through the stock exchange amending the ownership structure and governance leading to the mode change, creating value both internally and externally depends on good governance positively influencing the creators levers value are: financial decisions of the type of investment and financing. The purpose of this research is to apply the elements of corporate governance interpretative framework to explain the impact of investment and financing decisions on creating intrinsic and market value, based on internal and external indicators to measure value creation.

Keywords: intrinsic value, market value, governance, EVA, MVA, MTB, TSR, investment and financing decisions.

خلاصة

إن فتح رأسمال المؤسسات عن طريق البورصة يؤدي إلى تغير الملكية و نظام الحكم ، فعليه خلق القيمة يعتمد على الحكم الراشد الذي يؤثر إيجابيا على أسس خلق القيمة مثل القرارات المالية من النوع الاستثماري و التمويلي. هدف هذا البحث هو تطبيق سلم قراءة الحكم الراشد لشرح أثر قرارات الاستثمار و التمويل على خلق القيمة، اعتمادا على المؤشرات الداخلية و الخارجية لقياس خلق القيمة

مفتاح الكلمة : قيمة داخلية ، قيمة بورصية ، نظام الحكم ، مؤشرات : EVA,MVA, MTB TSR ، قرارات مالية : استثمار، تمويل.