

MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE

ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE

Mémoire de fin de cycle en vue de l'obtention du diplôme de Master en sciences
Financières et Comptabilité

Spécialité : Finance d'entreprise

THEME :

L'impact des mécanismes de gouvernance d'entreprise sur la création de valeur

Cas : la société Saidal

Elaboré par :

Melle.DJILLALI Khadidja

Encadreur :

Mr. DAHMANI Abdelhafid

Lieu de stage : La société Saidal

Période du stage : de 19/04/2021 au 18/05/2021.

2020/2021

REMERCIEMENTS

Nous tenons en premier lieu à remercier Dieu, de nos avoir donné la santé, la volonté et le courage pour l'accomplissement de ce présent mémoire.

*Nous souhaitons exprimer toute nos reconnaissances et nos estime à notre encadreur Mr **A.DAHMANI** pour leur précieux conseil, leur observation, leur encouragement et leur orientation a joué un rôle majeur à chaque étape de ce mémoire.*

Notre remerciement s'adresse également à tous nos professeurs « ESC » pour leurs générosités et la grande patience dont ils ont su faire preuve malgré leurs charges académiques et professionnelles.

*Nous tenons à remercier particulièrement Mr **A.TAHRAOUI** qui nous a apporté son aide durant la période de notre stage pratique au sein du département finance et comptabilité de l'entreprise Saidal.*

Enfin, nous adressons nos plus sincères remerciements à nos familles : plus particulièrement à nos très chers parents pour leurs soutient moral et financier et leurs sacrifices, et nos sœurs, sans oublier nos amis qui nous ont accompagné, aidé, soutenu et encouragé tout au long de la réalisation de ce mémoire.

DÉDICACES

C'est avec profonde gratitude et sincères mots, je dédie ce modeste mémoire à :

A ma chère mère, ma principale source de motivation. Sa présence inconditionnelle et son soutien infaillible ont été plus que nécessaires à l'aboutissement de ce travail. Qu'elle trouve ici le témoignage de ma gratitude et de ma profonde affection, qui, si grandes qu'elles puissent être, ne seront jamais à la hauteur de son dévouement...

A mon père adoré, guide et compagnon de toujours, prêt à tous les sacrifices pour la réussite de ses enfants. En espérant être, un jour, digne de ses espérances...

A mes très chères sœurs : Imane, Asmaa, Aya.

A la charmante de notre maison ma petite sœur Chaimaa.

A Qui je la considère comme ma sœur Nour El Houda.

Et tous mes amis

*A mes grands-pères, mes grands-mères mes tantes, mes oncles
mes cousins et cousines*

*A toutes les personnes qui ont contribué de près ou de loin à l'aboutissement
de cette étude.*

Khadija

Sommaire

SOMMAIRE

Liste des tableaux.....	I
Liste des figures.....	II
Liste des abréviations.....	III
Résumé.....	V
Introduction générale	A
Chapitre 01 : Le cadre conceptuel de la gouvernance d'entreprise	1
Introduction	2
Section 1 : La notion de la gouvernance d'entreprise	3
Section 2 : Les théories de gouvernance d'entreprise	10
Section 3 : Les mécanismes et les systèmes de gouvernance d'entreprises	14
Conclusion	21
Chapitre 02 : Gouvernance d'entreprise et création de la valeur	22
Introduction	23
Section 1 : Définition et fondements théoriques de valeur et de la création de la valeur	24
Section 2: Mesure de création de la valeur	33
Section 3 : Le lien entre la gouvernance d'entreprise et la création de la valeur	42
Conclusion	51
Chapitre 3 : « Saidal » comme illustration des développements théoriques	52
Introduction	53
Section 1 : Présentation de l'entreprise Saidal	54
Section 2 : Gouvernance d'entreprise au sein de l'entreprise Saidal	62
Section 3 : Mesure de la création de valeur au sein de l'entreprise Saidal	71
Conclusion	86
Conclusion Générale	88

Bibliographie

Table des matières

Annexes

LISTE DES TABLEAUX

N°	Tableau	Page
1	La contribution des parties prenantes à la création de valeur	44
2	Comparaison entre la rentabilité de Saidal et El Aurassi	73
3	Comparaison entre le cours d'action de Saidal et El Aurassi	75
4	Comparaison entre le cours d'action de Saidal et Biopharm	77
5	Comparaison entre le cours d'action et l'indice boursier	78
6	Comparaison entre la rentabilité et le taux de croissance du PIB	79
7	Evolution de la rentabilité économique	80
8	Comparaison entre le bénéfice par action et le dividende par action	82

LISTE DES FIGURES

N°	Figure	Page
1	Les pouvoirs constituant la gouvernance d'entreprise	08
2	Explication de l'asymétrie de l'information	12
3	les facteurs de la création de valeur	28
4	Analyse concurrentielle et création de valeur	30
5	L'entreprise et ses parties prenantes	43
6	Effectif par groupe socioprofessionnel	56
7	L'organigramme du groupe Sidal	60
8	Comparaison entre la rentabilité de Sidal et E I Aurassi	74
9	Comparaison entre le cours d'action de Sidal et El Aurassi	76
10	Comparaison entre le cours d'action de Sidal et Biopharm	77
11	Comparaison entre le cours d'action et l'indice boursier	78
12	Comparaison entre la rentabilité et le taux de croissance du PIB	79
13	Evolution de la rentabilité économique	81
14	Comparaison entre le bénéfice par action et le dividende par action	83

LISTE DES ABREVIATIONS

Abréviation	Signification
AEB	Actif Economique Brut
AG	Assemblée Générale
AGE	L'Assemblée Générale Extraordinaire
AGM	L'Assemblée Générale Mixte
AGO	L'Assemblée Générale Ordinaire
BPA	Le bénéfice par action
CA	Conseil d'Administration
CFE	Cash-flow d'exploitation
CFROI	Cash flow Return On Investment
CI	Capitaux Investis
CMPC, WACC	Coût Moyen Pondéré du Capital
CNRC	Centre nationale du registre de commerce
COSOB	La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse
CP	Capitaux Propres
D	Dettes
EBITDA	Earnings Before Interest, « Excédent Brut d'Exploitation ».
EVA	Economic Value Added
GE	Gouvernance d'entreprise
IBS	Taux d'Impôt sur les Bénéfices des Sociétés
Kcp	Coût des capitaux propres
Kp	Coût de la dette
MEDAF	Modèle d'Evaluation d'Actifs Financiers
MTB	Market To Book
MVA	Market Value Added
OCDE	L'Organisation de la Coopération et de Développement Economique
OPA	Offre publique d'achat
OPRA	Offre publique de rachat d'action
OPV	Offre publique de vente
P	Prix de clôture de l'action
PER	Multiple de Capitalisation
R0	Rentabilité de l'actif sans risque
RE	Résultat d'exploitation
Rm	Espérance de rentabilité de marché
ROA	Return On Assets
ROCE	Return On Capital Employed
ROE	Return on Equity (rentabilité financière)
SEC	Securities and Exchange commission
SPA	Société Par Actions
TSR	Total Share Return

Résumé

Les importants changements qui se sont succédé au niveau de l'économie mondiale notamment ; la mondialisation, l'ouverture du marché, l'importance des échanges financiers, et la multiplication des transactions, ont fait de la gouvernance, déterminant au sein d'une organisation.

La gouvernance d'entreprise est un sujet d'actualité qui a une grande importance de nos jours, elle représente un instrument essentiel qui aide à réduire les problèmes organisationnels et les conflits d'intérêt entre propriétaire et gestionnaire. Ces conflits peuvent détourner l'entreprise de ses objectifs principaux ; la pérennité et la maximisation de la richesse.

L'objectif de cette étude est d'analyser et d'apprécier l'influence des mécanismes de gouvernance d'entreprise sur la création de valeur. Dans ce travail, nous avons pour objectifs l'étude de la gouvernance au sein d'une société introduite en bourse, à travers ses différents mécanismes. En ce qui concerne les résultats, nous avons montré que la gouvernance de l'entreprise peut avoir un effet positif sur la valeur.

Mot clés : Gouvernance d'entreprise, les mécanismes de gouvernance, les conflits d'intérêt, la création de valeur,

Abstract

The major changes that have taken place in the world economy in particular; globalization, the opening of the market, the importance of financial exchanges and the multiplication of transactions, have made the governance, device within an organization.

Corporate governance is a topic that is of great importance nowadays, it is an essential mechanism that helps reduce organizational problems and conflicts of interest between owner and manager that can divert company's main objectives; sustainability and wealth maximization.

The objective of this study is to analyze and assess the influence of corporate governance mechanisms on value creation. In this work, our objectives are the study, of the governance within a company, through its various mechanisms. In term of results, we have shown that corporate governance can have a positive effect on value.

Key words: Corporate governance, governance mechanisms, conflicts of interest, value creation.

Introduction générale

Introduction Générale

Après la crise de confiance engendré par la série des scandales financiers qui ont conduit à l'effondrement de nombreuses grandes entreprises, telles que les faillites des groupes d'énergies Enron, Worldkom, ... qui avaient pour cause de l'inefficacité des dispositifs de contrôle. L'économie d'Algérie est basée sur la gouvernance des institutions financières.

Au niveau interne de l'entreprise, la GE est le résultat de conflits d'intérêts entre dirigeants et propriétaires. Donc le concept de gouvernance d'entreprise est la relation entre les propriétaires et les dirigeants d'une part, les autres parties prenantes d'autres parts. Autrement dit, la séparation entre la fonction de propriété et la fonction décisionnelle des entreprises.

Les mécanismes de gouvernance des entreprises qui ont un effet de faciliter leurs applications à divers types d'entreprises. Les principaux organes à la base de ces mécanismes de gouvernance sont l'assemblée générale et le conseil d'administration. Parmi les mécanismes de gouvernance les plus efficaces dans les entreprises sont le conseil d'administration et l'assemblée générale.

La GE influence les décisions stratégiques sur la création de valeur. La création de valeur et la détermination de la politique d'entreprise sont placées sous la responsabilité des dirigeants. Cette valeur donne à l'entreprise des avantages compétitifs et un moyen de financer son développement.

La problématique :

La mise en place des mécanismes de gouvernances joue un rôle efficace et efficient dans le développement de l'entreprise d'où une réelle corrélation entre les mécanismes de gouvernance et la création de la valeur, d'où la principale question de ce mémoire:

➤ **Quel est l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création de valeur ?**

Pour répondre à la question principale nous avons fixé un ensemble de sous questions :

- ✓ Qu'est-ce que la gouvernance d'entreprise ?
- ✓ Quels sont les principaux mécanismes et acteurs de la gouvernance d'entreprise ?
- ✓ Comment mesurer et apprécier la création de valeur au niveau de l'entreprise ?
- ✓ Comment la gouvernance peut-elle affecter la valeur d'une entreprise ?

Pour appréhender notre problématique, nous proposons deux hypothèses qui peuvent répondre aux questions, principale et secondaires, posées ci-dessus :

H1 : Saidal a mis en place les mécanismes d'une gouvernance.

H2 : La gouvernance permet à Saidal de créer de la valeur.

Choix du thème :

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

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

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

Structure et démarche :

Nous présentons ce mémoire en trois chapitres. Les deux premiers chapitres sont consacrés aux développements théoriques des deux notions : gouvernance d'entreprise et création de valeur. Le troisième chapitre est une étude de cas qui illustre le lien entre ces deux notions et leur mise en application.

Le premier chapitre est consacré aux fondements théoriques de la gouvernance d'entreprise, ou nous développons la notion de la gouvernance d'entreprise dans une première section, ensuite, nous abordons les théories de la gouvernance d'entreprise dans une deuxième section. La troisième section porte sur les mécanismes et les systèmes de gouvernance d'entreprise.

Le deuxième chapitre traite le lien entre la gouvernance d'entreprise et la création de la valeur, où sont étudiés les concepts clés liés à la création de la valeur. Par la suite, nous nous intéressons à l'appréciation de la valeur, utilisant différents indicateurs, et enfin l'accent est mis sur le lien entre la gouvernance d'entreprise et la création de la valeur.

Le troisième chapitre-est consacré à la recherche sur le terrain.

Chapitre I : le cadre conceptuel de la gouvernance d'entreprise

Introduction :

A partir du moment où ce chapitre aborde des concepts et définitions importants et formels concernant la gouvernance d'entreprise, nous avons estimé qu'une grande partie a été formalisées d'une manière très organisée et structurée dans les travaux de mémoire de (KHERRAZ.T et KHELIL.D)¹. De ce fait, la gouvernance est maintenant un sujet d'actualité qui attire l'attention de plusieurs chercheurs.

À cet effet, le concept de gouvernance d'entreprise est exposé dans ce premier chapitre qui comporte trois sections. La première section présente un ensemble de généralités concernant le concept lui-même : Étymologie, définitions, historique de son évolution. Nous traitons dans un second lieu, à travers la deuxième section, les différents mécanismes de la gouvernance d'entreprise (interne et externe). En dernier lieu, à travers la troisième section nous abordons les systèmes de cette gouvernance.

¹ **KHERRAZ.T et KHELIL.D**, « Effet des mécanismes de gouvernance sur la création de la valeur » Mémoire master, Université Tizi-Ouzou, 2019.

Section 01 : La notion de la gouvernance d'entreprise

À travers cette section on va parler sur la gouvernance d'entreprise. Nous abordons les points suivants : l'étymologie et la définition de la gouvernance, les différentes définitions du concept de gouvernance d'entreprise, et en fin l'historique et les pouvoirs,

1- Étymologie

Le mot « gouvernance » est un terme français a été utilisé au XIIIe siècle comme équivalent de "gouvernement" (art ou manière de gouverner).² Selon S. N Gueye 2 (2007), le terme gouvernance a été utilisé pour la première fois de façon métaphorique par Platon pour désigner le fait de gouverner les hommes. Donc, le terme de « gouvernance » tire ses origines du verbe grec « kubernân » qui signifie « piloter un navire ou un char ».

Le verbe « gouverner » est, quant à lui, défini comme le fait de « diriger la conduite de quelque chose, administrer, gérer, exercer une influence déterminante sur la conduite »³.

2- Définition de la gouvernance

Le concept de la gouvernance est très ancien, on le retrouve dans l'œuvre d'Aristote. John Fortescue, sur le terme de la gouvernance, a publié en 1471 un livre intitulé « the governance of England ». Selon le Petit Robert : « Manière de gouverner, exercice de pouvoir pour gérer les affaires nationales ».

Pour le dictionnaire économique⁴; la gouvernance est définie comme un mode de contrôle d'organisation, de coordination et de régulation s'exerçant au sein des entités économiques ou géopolitique complexes plus ou moins étendues. On distingue principalement la gouvernance globale (au niveau de l'économie mondiale), la gouvernance-pays (au niveau des états-nations) et même si d'autres niveaux, ou domaines, de gouvernance sont à mentionner :

Gouvernance urbaine, gouvernance de l'internet...

² EL HARTI Mohcine, : la gouvernance des entreprises publique marocaine : représentations et perspectives université Abdelmalek Essaadi-tanger, Maroc, P : 04.

³ Le Petit Robert. Dictionnaire alphabétique et analogique de la langue française, nouvelle édition millésime 2013, Paris, Dictionnaires Le Robert, c2011, 2837.

⁴ Dictionnaire d'Economie et de Sciences Sociales Claude Danièle Echaude maison BERTI édition, Alger, 2009, P : 468.

3- Définition de la gouvernance d'entreprise

La gouvernance d'entreprise touche tous les pays industriels du monde, d'où on trouve pluralité de définitions.

Peter Wirtz, considère que « la gouvernance des entreprises se confondrait avec un certain mouvement de réformes des conseils d'administration, datant au début des années 1990, et qui promeut une approche particulière du contrôle des dirigeants dans l'intérêt des actionnaires ».⁵

Aussi, L'organisation de coopération et de développement économique (OCDE) ⁶a défini la gouvernance d'entreprise comme étant : « La gouvernance d'entreprise fait référence aux relations entre la direction d'une entreprise, son conseil d'administration, ses actionnaires et d'autres parties prenantes. Il détermine également la structure par laquelle sont définis les objectifs d'une entreprise ainsi que les moyens de les atteindre et d'assurer une surveillance des résultats obtenus ».

En effet, la gouvernance d'entreprise regroupe « l'ensemble des relations entre les dirigeants de l'entreprise et son organe de gouvernance avec les actionnaires d'une part et les autres parties d'autres part, et ce dans l'objectif de création de valeur pour l'entreprise ».⁷

La gouvernance d'une entreprise est le mécanisme par lequel cette dernière régleme les interactions entre ses différentes parties prenantes. Dans une approche plus large développée par G.Charreaux (1997), il définit la gouvernance d'entreprise comme : « l'ensemble des mécanismes qui gouvernent le comportement des dirigeants et délimitent leur latitude discrétionnaire ».⁸

Pour synthétiser ces définitions citées précédemment, on peut dire que la gouvernance d'entreprise est la régularité des relations entre les dirigeants de l'entreprise et ses actionnaires d'une part et les autres parties prenantes d'autre part et instaurant une stabilité pour assurer la continuité de l'entreprise. La gouvernance d'entreprise regroupe l'ensemble de règles, lois et procédures pour prendre des décisions et les applique en vue d'atteindre ses objectifs et pour garantir l'équilibre des forces au sein de l'entreprise.

⁵ Peter Wirtz, Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise, P : 8.

⁶ Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE, septembre 2015, P : 11.

⁷ Commission nationale gouvernance d'entreprise, code spécifique de bonnes pratique de gouvernance des établissements de crédit, Mars 2010, P : 5.

⁸ Gérard CHARREAUX (1997), « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », in Charreaux G. (1997) le gouvernement des entreprises, édition Economica, Paris.

4- Historique de la gouvernance d'entreprise

Les composantes d'une bonne gouvernance d'entreprise ont été mises en avant au développement des entreprises par actions à la suite de scandales financiers. C'est seulement dans les années 1990 que la réunion de tous les éléments a constitué le sujet de la gouvernance d'entreprise.

4.1 Les origines anglo-saxonnes sont liées à des scandales financiers

En 1934, c'est pour rétablir la confiance dans les marchés financiers qu'est créée aux États-Unis la SEC (Securities and Exchange Commission). Elle édicte en particulier les règles sur la transparence et l'information donnée aux actionnaires.⁹

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

Dans les années 1980, des actionnaires attaquent les dirigeants opposés à des OPA en leur reprochant de défendre leur intérêt personnel plus que celui des actionnaires. Les tribunaux leur donnent raison et condamnent aussi des conseils qui n'ont pas cherché à s'informer. En Grande-Bretagne, de grandes faillites (BCCI et Maxwell) sont liées à des actions frauduleuses. D'autres scandales mettent à mal les principes de transparence et d'intégrité : chez **Blue Arrow**, le président a délibérément induit son conseil en erreur et chez **Guinness** il a volontairement présenté des comptes faux. Suite à ces scandales et faillites de nombreuses entreprises, les pays anglo-saxons notamment les États-Unis et la grande Bretagne ont pris des mesures correctrices pour sauver la situation¹⁰.

4.2. Les premières mesures correctrices sont prises aux États-Unis et en Grande-Bretagne

➤ Aux États-Unis

Les professeurs de droit, les conseils d'administration et les investisseurs institutionnels travaillent en parallèle sur les règles du gouvernement d'entreprise.¹¹

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

⁹ Hélène Ploix, « Gouvernance d'entreprise pour tous dirigeants, administrateurs et investisseurs », 2^{ème} Edition HEC Paris, 2006, p123.

¹⁰ Hélène Ploix, Op.cit, p : 124.

¹¹ Hélène Ploix, Op.cit, p :124.

En 1978, les avocats de l'American Bar Association publient le Corporate director's guidebook. **À partir de 1999**, le fond de pension des fonctionnaires de l'État de Californie **CAIPERS**, travaille étroitement avec la SEC. Cela conduit aux réformes de 1992 sur la publication des rémunérations des dirigeants et sur les modalités du mandat de vote.

Au début des années 1990, « les investisseurs institutionnels deviennent actionnaires majoritaires des sociétés cotées et adoptent un rôle d'actionnaire actif. Ils accentuent leur pression sur les entreprises pour obtenir de meilleures performances et une meilleure gouvernance d'entreprise. Durant ce temps, les conseils d'administration des plus grandes sociétés se sont réformés d'eux-mêmes : ils ont élargi le nombre d'administrateurs indépendants et développé leur responsabilité de surveillance. » ¹²(Hélène, page 125)

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

➤ **En Grande-Bretagne**

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

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

Le 1er décembre 1992, Sir Caldbury publie le premier rapport sur la gouvernance d'entreprise, à la suggestion de la bourse de Londres et d'organisations patronales. Il sera suivi d'autres rapports (Rutteman en 1994, Greenbury sur les rémunérations des dirigeants en 1995, Hampel en juillet 1998).

4.3. L'arrivée du concept en France au milieu des années 1990

Dans l'Hexagone, ce sont les organisations patronales et les pouvoirs publics qui ont formalisé la gouvernance d'entreprise.

¹² Hélène Ploix, Op.cit, p : 125

En 1993, un groupe de travail présidé par Yves Le Portz (pour la commission des opérations de bourse et la compagnie nationale des commissaires aux comptes) travaille sur l'indépendance et l'objectivité des commissaires aux comptes membres d'un réseau.

En 1997, le fonds de pension des fonctionnaires Californie, CALPERS, adopte et publie ses principes de gouvernance d'entreprise pour le Royaume-Uni et pour la France. Les investisseurs institutionnels étrangers commencent à prendre une part de plus en plus significative dans le capital des grandes entreprises cotées.

4.4. Les scandales financiers de l'automne 2001 suscitent, en France, de nouvelles recommandations de place, de nouvelles lois et des débats

Le 23 septembre 2002, la faillite spectaculaire, scandaleuse et frauduleuse d'Enron en décembre 2001.

Le 5 février 2003, le gouvernement qui ressent également le besoin de rassurer les marchés financiers dépose au Sénat le projet de loi de sécurité financière.

Du 26 juillet 2005, l'attaque par le biais de la transparence. Elle impose (aux seules sociétés cotées) de soumettre au régime des conventions réglementées les engagements pris en faveur des dirigeants mandataires sociaux correspondant à des éléments des rémunérations, des indemnités, des indemnités de départ et des retraites.¹³

¹³ Hélène Ploix, Op.cit., p 126-130.

5. Les pouvoirs constituant la gouvernance d'entreprise

Figure N° 01 : Les pouvoirs constituant la gouvernance d'entreprise



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

Pour toute entreprise, il existe trois pouvoirs sont impliqués dans sa gouvernance¹⁴:

5.1 Le pouvoir de surveillance : garantit que le pouvoir exécutif est compatible avec l'intérêt général de l'entreprise, sa pérennité et sa performance durable.

Le pouvoir de surveillance veille à ce que le pouvoir exécutif ne dérive pas, par rapport aux attentes du pouvoir souverain. Ce pouvoir est assumé par la surveillance membres du conseil d'administration ou assimilés selon les types d'entreprise.

5.2 Le pouvoir exécutif : il définit les stratégies et met en œuvre les décisions opérationnelles orientant l'entreprise, dans le cadre de légitimité et selon les pouvoirs conférés par les précédents. Ce pouvoir est assumé par « les dirigeants ».

¹⁴ Pierre-Yves GOMEZ « Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises françaises », Rapport au conseil d'administration de MiddleNext, Juin 2009.

5.3 Le pouvoir souverain : assume la continuité de l'entreprise en confirmant, en dernier ressort, l'orientation de l'entreprise et en légitimant ceux qui en décident. On parle de pouvoir souverain si existe un acteur qui fonde le pouvoir de tous les autres. Cela ne signifie pas que cet acteur exerce tous les pouvoirs mais que son pouvoir ne peut pas être remis en cause sans remettre en cause la nature même de l'entreprise.

Ce pouvoir est détenu par les actionnaires. La question essentielle sera de préciser les moyens concrets de les exercer, les responsabilités qui leur incombent et le contenu du pouvoir souverain et le contenu du pouvoir souverain qu'ils détiennent.

L'articulation entre ces trois pouvoirs (souverain, exécutif, surveillance) définit la manière dont l'entreprise est gouvernée. Ces pouvoirs ne sont pas nécessairement détenus par des personnes différentes et peuvent même être concentrés dans les mêmes mains. Il ne faut pas donc confondre la nature de ces trois pouvoirs, qui fondent la notion même de gouvernance d'entreprise, et la manière dont ils sont (ou ne sont pas...) concrètement exercés. Leurs connections construisent des systèmes de gouvernance propres à chaque type d'entreprise (cotées, patrimoniales, entrepreneuriales, etc.).

6. Les principes de la gouvernance d'entreprise

- **L'équité :** réfère à ce qui est foncièrement juste, qui représente l'ensemble des droits et les devoirs des parties prenantes répartis de manière équitable, à travers le respect des lois par l'administrateur afin de prévenir l'arbitrage du pouvoir.
- **La transparence :** l'entreprise doit être ouverte et transparente avec toutes les parties prenantes. C'est-à-dire la transparence et l'autorisation de tous les droits et les devoirs ainsi que les privilèges et les responsabilités. Bien étendu, être transparent ne signifie pas qu'il faut donner accès à tous ces chiffres à tous le monde, mais il faut savoir communiquer directement.
- **La responsabilité :** Développer la communication et la formation pour que les différents acteurs aient conscience de leurs responsabilités.
- **Imputabilité :** Chaque partie prenante est comptable devant une autre pour la chose sur laquelle est responsabilisée.

Section 2 : Les théories de la gouvernance d'entreprise

La notion de gouvernance s'est constituée autour de plusieurs courants théoriques de l'économie de l'entreprise (par exemple : la théorie de l'agence, théorie des coûts de transactions ...) Nous présenterons ici les principaux.

1. Les principales théories de la gouvernance d'entreprise

1.1. La théorie des droits de propriété

Les théoriciens des droits de propriété ont cherché à comprendre le fonctionnement interne des firmes, et plus généralement des organisations en s'appuyant sur la structure des droits de propriété en trois catégories :

- ✓ L'usus qui constitue le droit d'utiliser un bien.
- ✓ Le fructus qui est relatif au droit d'en percevoir les fruits.
- ✓ L'abusus qui correspond au droit de vendre le bien.

Le but est comprendre comment le type de droit de propriété influence le type de système économique. Furubton et pejovich ont proposé deux types de firmes :

- **L'entreprise capitaliste** : il n'y a pas de séparation entre la fonction de propriété et la fonction de décision car l'usus, l'abusus et le fructus sont regroupés entre les mains d'une même personne (le propriétaire). Donc, l'entreprise capitaliste est plus efficace.
- **L'entreprise managériale** : le gestionnaire ne peut disposer que l'usus alors que le fructus et l'abusus sont possédés par le propriétaire. Cette séparation des droits de propriété sur la firme est supposée engendrer des conflits d'intérêt entre le propriétaire et le manager car les dirigeants ont une faible part du capital ne cherche pas à maximiser la richesse des actionnaires. L'entreprise managériale serait donc moins efficace que la firme capitaliste.

Williamson a une analyse plus nuancée ; s'il admet que le démembrement des droits de propriété procure aux équipes dirigeantes de plus grandes marges de manœuvre, il considère que celles-ci peuvent les utiliser de trois façons différentes : 1) chercher à maximiser leur salaire tout en maximisant le profit pour les actionnaires, 2) chercher à maximiser leur salaire mais sans se soucier de l'intérêt des actionnaires, 3) engager des dépenses personnelles pour augmenter leur consommation personnelle au détriment des actionnaires.¹⁵

¹⁵ Frédéric Parrat, « le gouvernement d'entreprise », p : 13.

- Dans l'entreprise publique, l'Etat (ou le pouvoir public) possède le fructus et l'abusus alors que les salariés sont détenteur de l'usus. C'est une entreprise par nature inefficace. Gomez note ainsi que dans l'entreprise publique : « les salariés ont tous ensemble intérêts à ce que l'entreprise progresse mais pris individuellement, chacun préfère travailler le moins possible »¹⁶. Autrement dit, il n'y a pas de lien entre l'effort et le niveau des rémunérations.
- Dans l'entreprise coopérative : le fructus appartient collectivement aux salariés et aux dirigeants, il faut donc s'attendre à une inefficacité dans ce type d'entreprise car il n'y a pas de contrôle efficace sur la gestion. Parmi les critiques de la théorie des droits de propriété, la supériorité des systèmes de propriété privés sur les formes de propriété collectives.

1.2.La théorie de l'agence

Le point de départ de la théorie de l'agence est donné par un texte publié en 1976 par Jensen et Mekling dans le Journal of Financial Economics¹⁷. Dans cette théorie, existe une divergence d'intérêt entre les managers et les actionnaires. Cette divergence est mise en évidence par la différence de risque encouru. L'actionnaire peut perdre ses contributions l'emploi dirigeant assume le risque de perdre sa valeur sur le marché du travail. La relation entre le manager et l'actionnaire est appelée la relation d'agence. La question sur cette relation a été posée depuis 1976 avec Adam Smith qui la résume ainsi : «Les directeurs des sociétés par actions étant les régisseurs de l'argent plutôt que leur propre argent, on ne peut guère s'attendre à ce qu'ils y apportent ; cette vigilance exacte et soucieuse que les associés dans le maniement de leurs fonds. ». La relation d'agence se caractérise par l'asymétrie d'information et par l'incertitude entre le principal et l'agent :

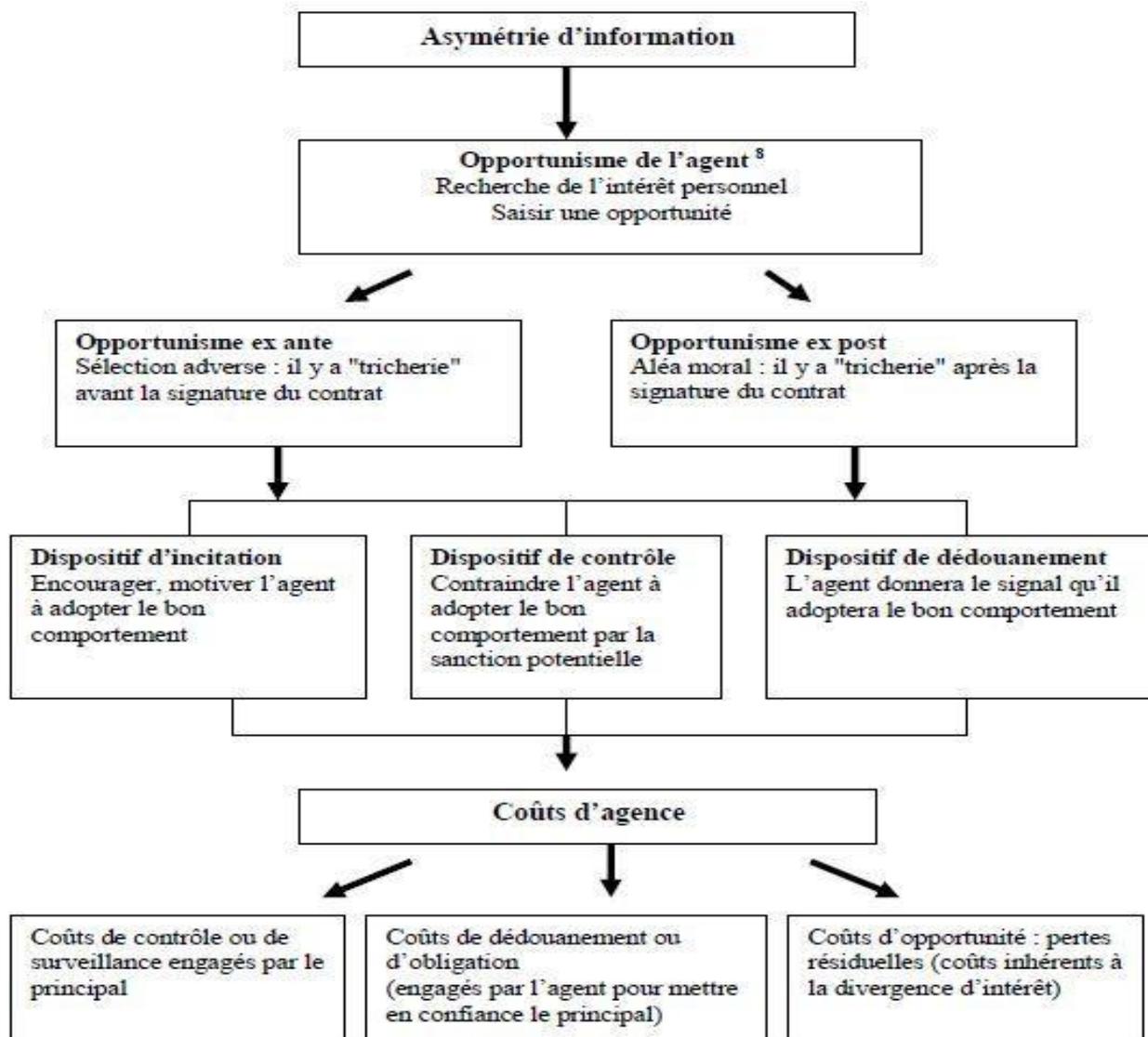
- L'Agent dispose plus grande d'information que le principal sur la tâche qu'il doit accomplir et peut exploiter cet avantage à son profit.
- L'Incomplétude des contrats : le contrat entre l'agent et le principal est incomplet et le contrôle de l'agent par le principal génère des coûts d'agences, ces coûts supportent par les deux parties.

La présence d'asymétrie d'information entre le principal et l'agent est le fondement de la théorie de l'agence. Nous pouvons présenter sa logique de la façon suivante :

¹⁶ Frédéric Parrat, Op.Cit, p : 13.

¹⁷Frédéric Parrat, Op.Cit, p : 14

Figure N°2 : Explication de l'asymétrie de l'information



Source : MÉNARD, Claude. L'économie des organisations. Édition La découverte, 2012.

La théorie de l'agence appréhende l'entreprise comme un véritable nœud de contrats au sein duquel s'établit l'ensemble des relations entre les différentes parties prenantes (les "stakeholders", parmi lesquels on trouve tous ceux qui ont une créance légitime sur la firme : actionnaires, clients, banques et d'autres prêteurs, collectivités locales, L'État...)¹⁸. Et cela, par un ensemble de contrats écrits et non écrits internes à l'organisation permettent de spécifier les droits, les systèmes de surveillance et l'évaluation de chaque agent.

¹⁸ Frédéric Parrat, Op.Cit, p : 14.

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

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

1.3.La théorie de coûts de transaction

La théorie de coûts de transaction est développée depuis les années 1975 par Williamson, qui s'intéresse aux formes de la coordination. Elle insiste sur l'organisation interne comme source de création de valeur, présente l'organisation des transactions comme un choix visant à économiser de la rationalité et complète la théorie d'agence qui est concentré sur la discipline des accords contractuels.

Coase explique l'existence d'une entreprise par la capacité à économiser des coûts qu'un producteur doit l'assurer s'il cherche à se positionner dans un marché.

La distinction entre les coûts de transaction ex-ante et ex-post :

Ex-poste : liés à la surveillance du respect des engagements contractuels.

Ex-ante : coûts liés à la recherche des partenaires, à la négociation et à la mise en place d'avant projet.

Donc, la théorie basée sur deux hypothèses : La rationalité limitée et l'opportunisme des agents.

Section 3 : Les mécanismes et les systèmes de gouvernance d'entreprise

Les théoriciens considèrent que les mécanismes de gouvernance ont pour finalité de contrôler la gestion des entreprises afin de réduire les divergences d'intérêts entre dirigeants et actionnaires. Nous allons présenter dans cette troisième section les mécanismes interne et externe de gouvernance d'entreprise et les systèmes existant.

1. Les mécanismes de gouvernance d'entreprise

Les théoriciens se sont largement interrogés sur la relation entre les dirigeants et les actionnaires de l'entreprise et ont pu mettre en lumière des mécanismes visant à réguler l'action des dirigeants et à pousser ceux-ci à aligner leurs actions sur les intérêts des actionnaires. On parlera alors de mécanismes internes ou externes.

1.1. Les mécanismes internes**1.1.1. Le conseil d'administration**

Le conseil d'administration représente le mécanisme de gouvernance le plus important. Le CA est un organe de direction, et possédant le plus grand pouvoir de contrôle. Il est nommé par les actionnaires et qu'il est censé représenter les forces en présence au sein de l'actionnariat, responsable de l'efficacité des mécanismes de gouvernance et spécifiquement des systèmes de contrôle internes.

Le conseil d'administration a pour rôle de convoquer les assemblées générales, définit les stratégies et les objectifs de l'entreprise et évaluer la performance de l'entreprise. Il possède plusieurs moyens d'action pour faire pression sur les dirigeants. Ainsi, c'est au conseil d'administration que revient la tâche de présenter, de manière individuelle, la rémunération des dirigeants. Un dirigeant ne répondant pas aux attentes du conseil se trouve dès lors sous la menace directe d'un licenciement.

La théorie des coûts de transaction a donné une importance aux conseils d'administration, elle lui permet de garantir la sécurité des transactions d'une part, entre la firme et les actionnaires, entre la firme et les dirigeants d'autres part.¹⁹

¹⁹EBONDO Eustache, Wa Mandzila, « Gouvernance de l'entreprise, une approche par l'audit et le contrôle interne » Edition, L'Harmattan, année 2005, P.27

1.1.2. Les systèmes de rémunération

La rémunération des dirigeants est liée à la performance de l'entreprise. Il existe trois principaux types de rémunération des dirigeants, afin d'inciter et motiver le dirigeant, il faut trouver le bon mixte, c'est-à-dire la bonne recette qui permet d'assurer la composition de ces trois éléments qui sont²⁰:

1.1.2.1. La rémunération fixe

Représente le salaire de base, qui ne dépend pas des performances de l'entreprise. Ce montant est déterminé par un contrat de l'assemblée générale des actionnaires ou le conseil d'administration.

1.1.2.2. La rémunération basée sur des critères et mesures comptables

Ce type de rémunération représente un pourcentage du résultat comptable (Excédent brut d'exploitation, Valeur ajoutée, Résultat d'exploitation, Résultat de l'exercice avant impôt). Cette méthode permet l'alignement des intérêts des actionnaires sur ceux des dirigeants. Mais elle présente des inconvénients car les dirigeants seront d'utiliser des pratiques comptables qui permettent de faire ressortir des indicateurs de performance et des résultats à court terme, ce qui serait terrible pour l'exercice suivant.

1.1.2.3. La rémunération basée sur les marchés boursiers

L'intérêt d'utiliser un système offrant la possibilité aux dirigeants de détenir des parts de la société, et d'aligner les intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires, ce mode de rémunération repose sur l'attribution d'acte ou d'option permettant d'acquérir des actions dans le futur, à un cours déterminé au départ (stock-option).²¹

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

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

²⁰ Peter Writz, Op.Cit, P: 217-218

²¹ Peter Writz, Op.Cit. P: 219.

1.1.3. L'assemblée générale des actionnaires

L'assemblée générale est au centre de la démocratie actionnariale et pilier de la gouvernance d'entreprise qui place les actionnaires au premier rang de l'entreprise. Elle est l'organe par lequel les actionnaires peuvent interagir avec l'entreprise. Si la gouvernance d'entreprise est une véritable source de réflexion et de débat d'idées, l'assemblée des actionnaires est l'outil de la mise en application des directives énoncées de la gouvernance.

L'assemblée générale est l'organe grâce auquel les actionnaires ont la possibilité de s'informer, de s'avertir, de former leur opinion, et surtout de s'exprimer et de voter. Légalement, l'assemblée générale est l'organe suprême de la société, elle jouit d'une souveraineté absolue et sans partage. De ce fait, elle possède des droits inaliénables sur tous les autres organes de décision de la société et sur la modification des statuts.²²

1.1.3.1. Type et fonctionnement de l'assemblée générale

Il n'existe pas une seule assemblée générale, mais plutôt il y a trois :

L'assemblée générale ordinaire (AGO), l'assemblée générale extraordinaire (AGE) et l'assemblée générale Mixte (AGM).

➤ L'assemblée générale ordinaire(AGO)

Cette assemblée se réunit une fois par ans, pour contrôler la gestion de l'entreprise valider les comptes annuels et décider de la politique des dividendes à suivre. Elle procède également à l'élection du conseil d'administration et vote les dispositions prises par le conseil d'administration durant l'exercice écoulé.

➤ L'assemblée générale extraordinaire (AGE)

Elle se réunit à la demande. La direction de l'entreprise appelle au AGE lorsqu'il y a des modifications des statuts, à une fusion/ acquisition, à une augmentation ou réduction de capital, ou bien à une dissolution de l'entreprise.

➤ L'assemblée générale mixte (AGM)

Permet de réunir les ordres du jour des deux assemblées générales en une se.

²²Le site : <https://www.leaders.com.tn/article/10829-1-assemblee-generale-des-entreprises-pilier-de-la-gouvernance-d-entreprise>, le 10/05/2021 à 23h.

1.1.4. La surveillance mutuelle

La surveillance mutuelle peut concerner les dirigeants ou les employés subalternes et constitue un type de contrôle implicite. Les membres de l'équipe dirigeante ainsi que les employés ont tendance à surveiller ce qui se passe en interne. Cette surveillance interne qui est censée dissuader les comportements opportunistes, pour ne pas risquer de voir l'image de l'entreprise se dégrader sur le marché.

1.2. Les mécanismes externes

1.2.1. Le marché financier

Le marché financier intervient comme mécanisme de contrôle plus efficace. La mauvaise gestion de la firme conduit les actionnaires à vendre leurs actions, qui induisent une diminution de la rémunération des dirigeants.

Selon Manne H (1965) l'idée majeure du marché financier est donc que les entreprises les mieux gérées voient le cours de leur action monter. Mais Jensen et Ruback (1983) estiment que la hausse du cours de l'action s'expliquerait par le changement de l'équipe dirigeant dont l'incompétence serait jugé trop coûteuse.²³

En suite, le marché financier exerce une contrainte sur les dirigeants à travers le marché du « contrôle des sociétés ». Lorsque la performance d'une société se détériore, son cours en bourse chute et les acquéreurs peuvent bénéficier d'une transaction d'acquisition peu coûteuse.

En effet, si la stratégie choisie par les dirigeants ne satisfait pas la contrainte de maximisation de la valeur, il existe un conflit d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants qui reflètent pour les dirigeants un risque révocation à la suite de la prise de contrôle.

1.2.2. Le marché de la dette

Le financement de la croissance de l'entreprise par la dette est l'un des moyens les plus efficaces pour discipliner les équipes managériales. Dans une entreprise endettée, le dirigeant a l'obligation de dégager un cash-flow positif pour rembourser les emprunts.

La dette motive les dirigeants à tenir leurs obligations vis-à-vis des prêteurs puisque les annuités sont contractuellement établies et doivent être servies quelle que soit la performance financière de l'entreprise, à la différence du versement des dividendes pour les actionnaires. Donc, l'endettement réduira les dépenses inutiles.

²³ Ebondo Wa Mandzila, Op.Cite, P: 26.

1.2.3. Le marché des biens et services

La concurrence sur le marché des biens et services joue un rôle important sur les décisions des gestionnaires. L'incapacité de l'entreprise à rester compétitive dans le développement de ses produits ou services, en raison de l'utilisation de stratégies qui répondent aux intérêts des dirigeants au détriment des intérêts des actionnaires, conduit à la perte de sa position sur le marché ou la faillite.

La présence des forces concurrentielles sur le marché des biens conduit les dirigeants à prendre des décisions optimales pour l'entreprise afin d'assurer sa pérennité. Plus la concurrence sera forte, plus ce mécanisme sera efficace.

1.2.4. Marché du travail des dirigeants de l'entreprise

Le marché du travail est un instrument de discipline qui s'exerce sur les dirigeants à l'initiative du conseil d'administration.²⁴

Autrement dit, le principal rôle du marché de travail est d'évaluer la valeur des managers qui peuvent jouer à l'intérieur comme à l'extérieur de l'entreprise.

1.2.4.1. Le marché interne du travail des dirigeants

Ce marché peut jouer deux rôles à l'intérieur de l'entreprise, le premier est le contrôle des dirigeants par le recrutement de nouveau dirigeants. Le deuxième rôle est la surveillance mutuelle des dirigeants, c'est-à-dire les dirigeants peuvent déceler les dirigeants talentueux situés plus bas qu'eux.

1.2.4.2. Le marché externe du travail des dirigeants

Il existe un véritable marché des dirigeants à l'extérieur de l'entreprise. Les intérêts des actionnaires sont protégées par les dirigeants, afin d'éviter d'être remplacées par d'autres dirigeants ou de prendre leur avantage.

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

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

²⁴ Fatimata Ly- BARO, Structure financière de l'entreprise, Éditeur : Economica, p 99-100.

Lorsqu'une entreprise à un réel potentiel de croissance et elle est gérée de manière inefficace, on suppose que des fusions et/ou acquisitions auront éventuellement lieu ; c'est ainsi que le remplacement de l'équipe dirigeante doit permettre d'améliorer les résultats.

2. Les systèmes de gouvernance d'entreprise existant

2.1. Le modèle Anglo-saxon

Le modèle Anglo-saxon, dont l'objectif est de maximiser la richesse des actionnaires dans lequel le contrôle et la réglementation sont exercées à travers le marché financier par le biais des offres publics d'achats (OPA) ou par le marché de travail ou des dirigeants. Ce système s'est établi suite de la crise 1929, un ensemble de mesures fédérales a été adopté en vue de limiter le champ d'activité et la puissance des institutions financières. À cet effet, ce système orienté-marché est un lieu de confrontation de l'offre et de la demande et respectant l'autonomie des consommateurs. Il se caractérise par un marché financier développé, un marché de prise de contrôle actif et une dispersion de la propriété du capital de l'entreprise. La participation des banques ne dépasse pas 5 % du capital des firmes.

Berglof considère que les conflits entre Stakeholders se résolvent généralement plus brutalement que dans les systèmes « orientés-banques » où la prise de parole, le dialogue et la résolution en interne des conflits sont privilégiés. En ce sens, dans les pays anglo-saxons, les systèmes de gouvernance d'entreprise auraient plus un rôle curatif que préventif.²⁵

Face à la dispersion et la liquidité des droits de propriété, l'OPA étant le principal instrument de contrôle externe et le conseil d'administration pour le contrôle interne.

2.2. Le modèle Germano-nippon

Le modèle Germano-nippon fondée sur le contrôle de la banque qui est à la fois créancière et actionnaire principale de l'entreprise. Les systèmes « orientés-banques » se rencontrent principalement dans des pays comme l'Allemagne ou le Japon. Dans ces systèmes :

- ✓ Les entreprises ont un niveau d'endettement élevé ;
- ✓ Le capital est assez peu dispersé ;
- ✓ Les marchés financiers sont peu développés ;
- ✓ Les banques sont souvent présentes dans le capital des grandes firmes ;
- ✓ Les créances sont concentrées et relativement homogènes ;

²⁵ Frédéric Parrat, Op.Cit, p : 31.

- ✓ Les prises de contrôle hostiles sont assez rares ;
- ✓ Les relations entre les institutions bancaires et les firmes sont stables et durables.²⁶

Autrement dit, ce modèle est développé en Allemagne et Japon, deux pays qui ont favorisé l'émergence d'un secteur bancaire puissant, pour aider les entreprises à se financer.

Les conseils Allemands se distinguent, en raison de la faiblesse des conseils d'administrations Anglo-saxons, avec des modèles : gestion bicéphale, dualité entre des managers et conseil de la surveillance. Les banques en tant qu'actionnaires majoritaires et de première source de financement externe, sont incités à influencer et surveiller la gestion des firmes indirectement, et si les performances sont insatisfaisantes, ce n'est pas les marchés financiers qui sanctionnent les managers mais la pression des banques à travers la rémunération.

2.3. Système hybride

La fusion entre le système orienté-marché et le système orienté-réseau produire un système de gouvernance hybride, c'est-à-dire le biais des institutions financières et du marché.

Ce système s'est établis à travers la cession des participations au capital de nombreuses sociétés une vague de nationalisation. Cette démarche a conduit à une concentration importante de l'actionnariat et à l'existence de participations circulaire et croisées entre sociétés.

Il existe deux types de contrôles externes dans le système hybride, le premier s'exécute par les participations croisées à travers la structure actionnariale des firmes par la présence des institutions financières et non financières, tandis que le deuxième contrôle s'effectue par le marché financier. Par contre, le contrôle interne s'opère par le biais du conseil d'administration.

²⁶Frédéric Parrat, Op.Cit, p : 31.

Conclusion

Et pour conclure ce chapitre, la gouvernance d'entreprise est un domaine vaste et complexe qui peut réduire les risques et assure un climat de travail pour crée une valeur. La GE a connu un développement sans précédent au cours des dernières années et s'est répandu dans l'ensemble des pays développés.

Les mécanismes liés à la gouvernance d'entreprise visent à atteindre la transparence et la responsabilité au sein de l'entreprise, afin de respecter les lois et les procédures.

Nous passons maintenant à la mesure de création de valeur pour l'entreprise à travers l'utilisation des différents indicateurs.

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

Introduction

L'entreprise procure beaucoup d'efforts pour atteindre ses objectifs principalement la maximisation de la richesse à travers les investissements réalisés et les bénéfices obtenus.

La création de la valeur est un élément fondamental dans l'entreprise. Pour réaliser cette dernière, les dirigeants d'entreprise sont confrontés à des décisions, qui définissent par un ensemble de règles, les tâches et les travaux à réaliser.

Afin de répondre à notre objectif, le chapitre sera scindé en trois sections : la première traite des définitions et fondements théoriques de la valeur et de sa création. Nous abordons ensuite au cours de la deuxième section les indicateurs permettant de mesurer cette valeur créée. Enfin, la troisième section traite l'effet des mécanismes de gouvernance d'entreprise sur la création de la valeur.

Section 01 : Définition et fondements théoriques de valeur et de la création de la valeur

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

1. Définition de la valeur

La valeur est un concept polysémique, omniprésent en sciences de gestion, ainsi que le notent BRECHET et DESREUMAUX, 2001 : « la valeur, notion régulièrement mobilisée en science de gestion, est l'objet d'une pluralité de regards disciplinaires sans réelle lecture fédératrice approfondie »²⁷.

1.1. Définition économique de la valeur

Le concept de valeur en économie renvoie à différentes significations. Les économistes de l'école classique (essentiellement Smith, Marx et Ricardo), on cherche à trouver un critère objectif, valable en tout temps et en tout lieu, qui permette de déterminer ce qui fonde la valeur de toute chose.

Adam Smith distingue entre la valeur d'usage qui renvoie à l'utilité et la valeur dont le fondement et la mesure résident dans le prix de marché. Cependant, Smith va plus loin et constate que la valeur d'usage et la valeur d'échange ne sont pas corrélées. Le travail est donc la mesure réelle de la valeur échangeable de toute marchandise.

Au contraire, les marginalistes affirment que la valeur d'échange est directement corrélée à la valeur d'usage. Cette dernière dépend de l'utilité marginale, définie comme l'utilité d'un bien ou d'un service qu'un agent tirera de la consommation d'une unité supplémentaire.

Avec le développement de la théorie néoclassique, la valeur du bien découle de l'intérêt qu'il procure au consommateur (la valeur d'utilité). C'est une théorie subjective de la valeur.

1.2. Définition financière de la valeur

En finance, l'estimation de la valeur d'entreprise est basée sur des documents comptables. Alors, la distinction entre la finance et la comptabilité en termes de valeur est nécessaire car elle reflète deux perspectives différentes :

- **L'optique comptable** : c'est la détermination de la dette et l'estimation des actifs, pour obtenir par la différence la valeur des capitaux propres.

²⁷ C.HOARAU, R.TELLER, « Création de valeur et management de l'entreprise », éd Vuibert, Paris, 2001
P : 08-09.

- **L'optique financière** : c'est l'appréciation directe de la valeur de capitaux propre et des dettes, mais l'estimation des actifs n'est plus nécessaire.

1.3. Définition comptable de la valeur

La valeur comptable que l'on peut tirer du bilan dépend des estimations très approximatives (subjectives), notamment des dépréciations subies par les actifs, qui sont basées sur des intentions plus ou moins intéressées des responsables des comptes. Les capitaux propres comptables ne donnent pas la « vraie » valeur créée.

2. Définition de la création de valeur

« La création de la valeur est un concept dans la mesure où elle dépend en parties des attentes des différents acteurs de l'organisation ; ainsi, la création de la valeur est en premier lieu l'utilisation des ressources pour répondre à un besoin. Néanmoins l'économie de marché le système de prix constitue fréquemment un bon substitut à la notion de valeur pour mesurer la performance des différentes consommations de ressources »²⁸.

« La création de valeur est un système intégral de gestion. Elle imprègne tous les aspects de l'entreprise depuis sa mesure de performance jusqu'à ses systèmes de rémunération, en passant par ses prises de décisions stratégiques et opérationnelles »²⁹.

La création de valeur représente le supplément de rémunération reçu lors d'une transaction donnée par rapport à la rémunération nécessaire à l'établissement d'une transaction similaire. Dans une façon plus simple, la création de valeur est équivalente à la différence entre un coût d'opportunité exigé et un coût explicite effectivement reçu.

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

2.1. La création de la valeur pour les actionnaires

L'objectif de cette approche est de maximiser la rentabilité des capitaux investis par les actionnaires. Ils sont les propriétaires de l'entreprise, ainsi la gestion de l'entreprise doit garantir la maximisation de la valeur pour ces derniers.

La création de la valeur actionnaire renvoie directement à la notion « Shareholder value » qui constitue à elle seule la deuxième optique de création de la valeur.³⁰

²⁸ Philippe LARDY, Benoit PIG : « La gestion stratégique des coûts », édition EMS, Paris, 2001, P : 129.

²⁹ BOGLIOLO.Felix, « La Création de Valeur », D'organisation, Paris, 2000, p : 66.

³⁰ C.Hoarau, R.Teller, « création de valeur et management de l'entreprise », éd Vuibert, Paris, 2001, p : 19.

La valeur actionnariale c'est l'excédent de résultat obtenu par la firme sur la rémunération des capitaux investis. Lorsque la rentabilité des capitaux investis dépasse leur coût, l'entreprise prend de la valeur pour ses actionnaires.

Selon A. BLACK « La valeur actionnariale est la valeur économique d'une entreprise après déduction de ses dettes ». ³¹

2.2. Création de la valeur pour les parties prenantes

« Stakeholder value » ou création de la valeur pour « les parties prenantes » s'inscrit dans une optique de gestion « pluraliste » où créanciers, clients, fournisseurs, employés managers et les actionnaires ont tous une part dans la valeur créée. ³²

Les fournisseurs réussissent à créer de la valeur, si l'entreprise leur verse des marges plus élevées, de façon cash et dans les brefs délais. L'entreprise réussit à créer de la valeur pour ces clients en subvenant à leur besoin, grâce à la meilleure offre prix qualité. C'est-à-dire, l'entreprise propose des produits et services de qualité à des prix raisonnables tout en préservant la marge bénéficiaire.

Aussi, la création de la valeur pour les managers et les employés se résument à une meilleure rémunération. Les créanciers de l'entreprise créent de la valeur lorsqu'ils sont remboursés dans le temps et à partir des moyens intéressants.

3. Origine de la création de valeur

La création de valeur se focalise sur l'actionnaire, elle trouve son origine dans l'activité économique propre de l'entreprise, mais sa construction est mise en œuvre par le noyau stratégique dans l'organisation complexe. L'unique déterminant de la création de valeur est la rente économique qui provient de l'avantage stratégique dont elle dispose. ³³

La rentabilité réelle d'un projet, se traduit par rente économique, qui veut dire une situation permettant d'aboutir un taux de rentabilité des investissements supérieur au taux de rentabilité exigé compte tenu des risques.

L'apport principal de Rappaport ³⁴ est de redéfinir une démarche stratégique où les approches valeurs pour l'actionnaire et avantage concurrentiel sont interdépendantes

³¹ BLACK.A, WRIGHT.P, BALCHMAN.J, « Gestion de la valeur actionnariale », Dunod, Paris, 1999, P : 98.

³² C.Hoarau, R.Teller, « création de valeur et management de l'entreprise », éd Vuibert, Paris, 2001, p : 13.

³³ THOMAS Olivier, « Création de valeur actionnariale et communication financière », DESS Ingénierie Financière, Septembre 2004.

³⁴ Alfred Rappaport : professeur de finance américain « Creating Shareholder Value »1986.

et complémentaires : l'avantage concurrentiel, matérialisé par la productivité du capital et du travail, est à l'origine de la création de valeur.

Ainsi, une logique dérivée de la théorie financière, en termes de cash-flows actualisés est greffé à base d'un raisonnement stratégique. Son objectif est d'utiliser des modèles d'évaluation stratégique pour identifier les leviers de la création de la valeur afin mettre en évidence les éléments clés d'une stratégie conçue pour créer de la valeur pour les actionnaires.

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

Figure N° 03 : les facteurs de la création de valeur

Objectifs de l'entreprise	REVENU DES ACTIONNAIRES dividendes plus-values			
	↑			
	Créer de la valeur pour les actionnaires, le personnel, les clients			
	↑			
Composant de la valeur		Cash flow opérationnel	Taux d'actualisation	Dette
		↑	↑	↑
Facteurs de création de valeur	Croissance des ventes marges IS	Période de croissance de la valeur	Investissements BFR immobilisations	Coût du capital
	↑ ↑		↑	↑
Décisions managériales	Décisions opérationnelles		Décisions d'investissement	Décisions de financement
	↑			
	Développement d'une stratégie			

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

La mise en place des dirigeants à une stratégie, permet de s'immuniser face aux imperfections de marché des biens et services ou les facteurs de production, les barrières d'entrée permettent à l'entreprise de se procurer une rente économique. Il est difficile de créer de la valeur à l'équilibre aux théories des marchés. Effectivement compte tenu des progrès technologiques et de la déréglementation qui réduise les rentes économiques et les barrières à l'entrée que chaque dirigeant doit s'efforcer de bâtir et de conserver, font que le taux de rentabilité dégagés à moyen terme, vers le taux de rentabilité exigés.

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

4. Les leviers de création de la valeur

Considère à l'origine comme un instrument d'évaluation financière des entreprises, la démarche fondée sur la création de valeur s'est peu à peu devenir un guide normatif de la gestion des entreprises.

En effet, les entreprises n'affichent plus actuellement qu'un objectif unique et totalisant la création de valeur pour leurs actionnaires. Aussi, la réflexion porte aujourd'hui plus sur les moyens (ou leviers) et sur le cadre institutionnel de la réalisation de cet objectif.

Trois types de leviers d'essence stratégique sont à l'origine de la création de valeur par l'entreprise, à savoir : des leviers stratégiques stricto sensu, des leviers financiers et des leviers de « gouvernance d'entreprise ».³⁵

4.1. Les leviers stratégiques

L'analyse de l'impact des décisions stratégiques sur la création de la valeur s'appuie traditionnellement sur l'étude de l'avantage concurrentiel des entreprises.³⁶ Aussi, les leviers stratégiques sont attribués aux décisions d'investissement car cette décision d'investissement est une décision stratégique fondamentale.

4.1.1. L'avantage concurrentiel

L'élaboration de la stratégie d'une entreprise doit reposer sur un avantage concurrentiel. La formulation de cette stratégie nécessite en premier lieu d'évaluer l'attrait du secteur et la position concurrentielle de l'entreprise dans ce secteur. Cet attrait être estimé par le modèle des cinq forces de M. E. Porter (1986) (Pouvoir de négociation des fournisseurs, pouvoir de négociation des clients, menace des nouveaux entrants, menace des substituts, rivalité concurrentielle).

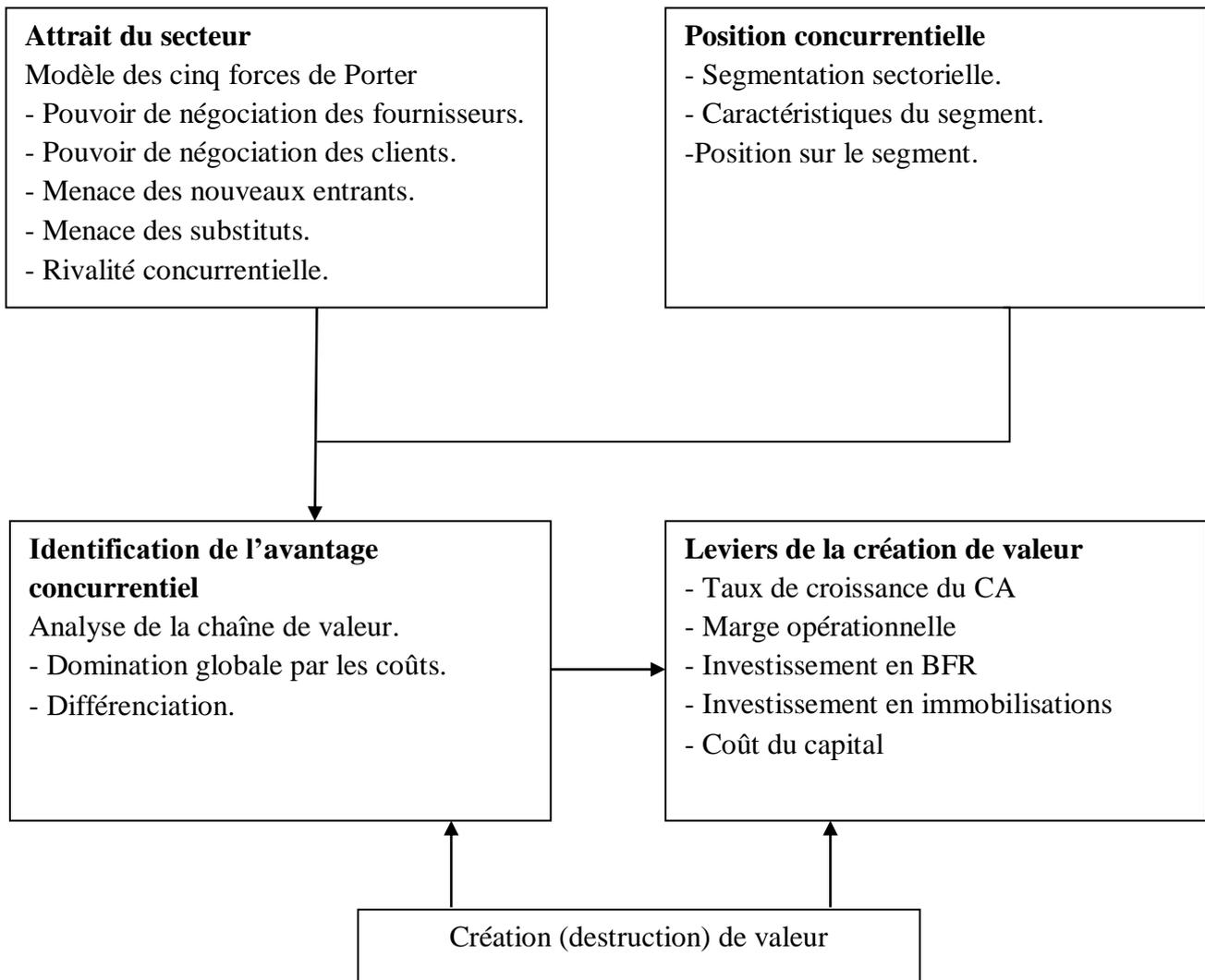
On peut classer les avantages concurrentiels en deux grandes catégories : avantage par les coûts et avantage par la différenciation. Une stratégie doit viser un des deux types d'avantages pour un segment de marché.

La modélisation systématique d'A. Rappaport (1987) met le lien entre l'avantage concurrentiel et la création de valeur. Cette modélisation permet de constater que la création de la valeur, découle des choix et des décisions stratégiques de l'entreprise, mais également que des leviers de création de valeur (Taux de croissance du CA, marge opérationnelle investissement en BFR, investissement en immobilisations, coût du capital).

³⁵ J.Caby, G.Hirigoyen, « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise », 3^{ed} Economica, Paris, 2005 p : 39.

³⁶ Jérôme CABY, Gérard HIRIGOYEN, « création de la valeur d'entreprise » 2^o Edition.

Figure N° 04 : Analyse concurrentielle et création de valeur



Source: J. Caby, G. Hirigoyen, op.cit, p. 40.

4.1.2. Les opérations de la croissance

Les entreprises sont très diversifiées dans leurs activités que dans leur dimension. La croissance est au cours du temps : l'augmentation des dimensions de l'entreprise et le changement des caractéristiques de l'entreprise. Elle est donc un processus quantitatif et qualitatif. Le choix du mode de croissance (interne ou externe) peut être apprécié en fonction de la création de la valeur.

4.1.2.1. Les opérations de croissance interne

La croissance interne est un processus endogène, c'est-à-dire, il résulte des seuls efforts de la firme. C'est le changement des caractéristiques et l'augmentation des dimensions de l'entreprise obtenus par l'adjonction de moyens de production achetés à l'extérieur ou créés par l'entreprise elle-même.

La croissance interne se caractérise par l'achat de moyens de production et l'auto-développement des ressources humaines, techniques et financière. Toutefois, les opérations de la croissance interne ne sont possibles qu'à deux conditions :

- Lorsque l'entreprise n'a pas le monopole du produit, risque d'être confronté à des grandes entreprises au potentiel de compétitivité plus important.
- L'entreprise ne doit pas subir de handicaps concurrentiels liés à sa taille trop faible.

Comme toutes décisions stratégiques, les opérations de croissance interne (les investissements, les dépenses en recherche et développement et de façon générale, par des investissements de nature stratégique) comportent des atouts et des faiblesses. Dans certain (circonstance), une application stricte des normes financières peut entraîner le rejet des projets à haute valeur stratégique, telles que la valeur actuelle des cash-flows.

Par conséquent, certains projets devraient être évalués non seulement en fonction du taux de rendement en termes de coût du capital, mais également en fonction des coûts et des risques stratégiques auxquels l'entreprise est exposée si elle ne réalise pas ces investissements.

4.1.2.2. Les opérations de croissance externe

La croissance externe est la modification des caractéristiques d'une entreprise obtenue par regroupement avec d'autres entreprises. Autrement dit, c'est l'achat de droits de propriété dans l'objectif de profiter d'effets de synergies et la conquête de parts de marché.

Quatre modalités de croissance externe qui existe :

- **Regroupement d'entreprises complémentaires** : c'est l'exploitation des synergies dans trois domaines : marchés, produits et ressources.
- **Regroupement d'entreprises concurrentes** : pour éviter la lutte concurrentielle entre d'anciens rivaux et réunir les moyens suffisants pour conquérir de nouveaux marchés.

- **Regroupement d'entreprises diversifiées :** c'est un moyen d'opérer progressivement une reconversion d'activités. C'est-à-dire, un moyen d'accéder à de nouveaux métiers dont l'avenir est prometteur.
- **Regroupement d'entreprises d'une même filière :** pour contrôler les approvisionnements et maîtriser les débouchés (contrôle des réseaux de distribution).

4.2. Les leviers financiers

Plusieurs types de leviers financiers peuvent créer de la valeur. Parmi ceux-ci, on peut retenir les rachats d'actions et la gestion des risques des prix financiers.

4.2.1. Les rachats d'actions

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

Le technique de rachat d'actions offertes aux sociétés se faire soit par le biais d'une offre publique aux actionnaires, offre publique de rachats d'actions (OPRA), soit directement sur le marché boursier, ou encore auprès d'un actionnaire particulier. Les actions acquises peuvent être annulées ou être conservées par l'entreprise pour être remis aux salariés en cas d'exercice de Stock-options ou servir de la monnaie dans le cas d'une acquisition. On s'intéresse ici aux seules opérations qui aboutissent à l'annulation des titres achetés, donc c'est la réduction de capital.

Le principal objectif de la stratégie de rachat est de déterminer la taille et la formation du capital pour maximiser l'intérêt à long terme des actionnaires mesuré par la rentabilité et par la richesse.

4.2.2. La gestion des prix des risques financiers

La gestion des prix des risques financiers permet de maximiser la richesse des actionnaires. Les prix financiers sont définis comme étant le taux d'intérêt, les prix des devises et les prix des matières premières. Les entreprises consacrent des efforts à développer des stratégies pour protéger contre les divers risques. Ces stratégies encouragent la création de la valeur.

Pour gérer les risques qui menacent les prix financiers, l'entreprise peut utiliser des méthodes comptabilisables. Aussi, concernant le risque de change, il peut emprunter dans la devise du client ou délocaliser des unités de production à l'étranger. Une autre solution consiste à utiliser des instruments « hors-bilan » : contrat à terme boursier, contrat à terme bancaire et options.

Les contrats à terme boursier et bancaires présentent les mêmes profits de paiements. Les options ressemblent plus aux autres instruments qu'il n'y paraît à première vue. La gestion du risque se fait par un processus d'arbitrage entre les coûts des outils, les politiques de réduction des risques et les bénéfices que cela rapporte en termes de coût d'opportunité. Cette gestion permet de réduire la volatilité des cash-flows et limiter la probabilité du risque de défaillance.

La gestion des risques est créatrice de valeur est créatrice de valeur dans la mesure où elle évite les coûts de faillite. Si les propriétaires de l'entreprise ne disposant pas d'un portefeuille d'investissements, la gestion des risques permet d'accroître la valeur de l'entreprise, pour ces propriétaires, par la réduction du risque spécifiques.

Section02 : Mesure de création de la valeur

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

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

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

1. La valeur intrinsèque

Les indicateurs de cette valeur sont liés à la gestion interne de l'entreprise, qui sont appelés indicateurs de gestion. Ils mesurent la performance économique de l'entreprise en comparant la richesse générée par l'entreprise au moment du travail aux capitaux investis.

1.1. Les indicateurs traditionnels

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

1.1.1. La rentabilité économique

La rentabilité économique mesure la performance des activités commerciales et industrielles de l'entreprise. Elle représentative de la performance économique de l'entreprise indépendamment de sa structure financière et de la répartition des gains entre créanciers et actionnaires.

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

1.1.1.1. Le ROA (Return On Assets)

ROA (Return On Assets) ou le taux de rendement de l'actif investi mesure le rendement sur tout ou partie des actifs figurants dans le bilan et fournit des informations sur l'utilisation que l'entreprise en fait pour générer de la rentabilité. Il s'intéresse à la rentabilité des actifs nets. Ce ratio est calculé en comparant le résultat net avec l'actif mobilisé dans l'activité.

$$ROA = \frac{\text{résultat net}}{\text{actif}}$$

1.1.1.2. Le ROCE (Return On Capital Employed)

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

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

1.1.2. La rentabilité financière

La rentabilité financière, ou Return On Equity (ROE) exprime la performance de l'entreprise après prise en compte de sa performance financière et fiscale et mesure la rentabilité ou le rendement comptable des capitaux propres.³⁷ Elle est calculée en rapportant le résultat net réalisé au total des capitaux propres de l'entreprise.

$$ROE = \frac{\text{résultat net}}{\text{capitaux propres}}$$

Cette rentabilité dépend principalement de la rentabilité économique des capitaux employés, toute en assurant un bon arbitrage entre les fonds propres, la dette financière et du coût de la dette. Les effets combinés de ces éléments peuvent être appréhendés par l'analyse de l'effet financier.

³⁷ C.HOARAU, « Analyse et évaluation financière des entreprises et des groupes », éd Vuibert, Paris, 2008
P : 172.

1.2. Les indicateurs financiers

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

1.2.1. Cash-flow Return On Investment (CFROI)

CFROI (Cash-flow Return On Capital) est un indicateur qui a été proposé par cabinet Holt Value Associates, qui appartient désormais au crédit Suisse-First Boston (CSFB), le CFROI est utilisé par les gestionnaires de portefeuille ainsi par les dirigeants.

CFROI correspond dans sa version originale au taux de rentabilités interne d'un investissement. Il est le rapport entre l'ensemble des Cash-flows d'exploitation actualisés au coût moyen pondéré au capital (CMPC) et la valeur des actifs économiques bruts (AEB) ayant permis de générer les dits cash-flows.

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

Avec:

CFROI: le cash-flow Return On Investment.

CFE : cash-flow d'exploitation.

CMPC : coût moyen pondéré du capital.

AEB : l'actif économique.

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

Le CFROI minimum qu'il faut atteindre est le taux qui égalise les AEB et les CFE actualisés. C'est-à-dire, le taux pour lequel la valeur actualisée nette des CFE (VAN) est égale à zéro.

La comparaison du CFROI au coût moyen pondéré du capital (CMPC) permet d'estimer la création ou la destruction de valeur. La multiplication de l'écart par les capitaux engagés (ou actifs économiques bruts) fournit une estimation directe de la rente économique(Re) :

$$\text{Re} = (\text{CFROI} - \text{CMPC}) \times \text{AEB}$$

Les CFE correspondent aux résultats d'exploitation (RE) augmentés des amortissements et provisions d'exploitation (DAP) et diminués, à la fois, les investissements d'équipement et de renouvellement nets des dotations aux amortissements (IERN) et la variation des besoins en fonds de roulement prévisionnels (Δ BFR), soit :

$$\text{CFE} = \text{RE} \times (1 - \tau) + \text{DAP} - \Delta\text{IERN} - \Delta\text{BFR}$$

Avec :

τ =le taux d'impôt sur les sociétés.

RE (1- τ) = résultat d'exploitation net d'impôt (ou NOPAT, Net Operating Profit After Taxes).

Les actifs économiques bruts comprennent les actifs nécessaires à l'exploitation, retenus pour leur valeur d'utilité, les biens d'exploitation sous contrat de crédit-bail et le montant des effets de commerce escompté et non échus. En sont exclus, les actifs hors exploitation et les actifs fictifs.

1.3. Les indicateurs hybrides

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

1.3.1. L'indicateur EVA

La valeur ajoutée économique (ou Economic Value Added (EVA)), développé par le cabinet de conseil en stratégie Stern et Stewart à la fin des années 1990. Elle est définie comme étant : « une mesure du surplus de valeur produit par une entreprise sur une période de temps qui peut recouvrir un ou plusieurs exercices ».³⁸L'EVA est un critère opérationnel de mesure de la création de valeur intrinsèque de l'entreprise. Elle correspond à un superprofit c'est-à-dire à l'enrichissement des actionnaires au-delà de la rémunération qu'ils ont exigée.³⁹

³⁸ F.Pierre, E. Besançon, « Valorisation d'entreprise », Ed, d'Organisation, Paris, 2004, p : 279.

³⁹ C.Hoarau, «Analyse et évaluation financière des entreprises et des groupes », éd Vuibert, Paris, 2008, P : 217.

L'EVA est calculé à partir de deux façons : soit à partir de la différence entre le résultat opérationnel après impôt et le coût des capitaux exprimé en valeur monétaire, soit à partir de la différence entre le taux de rentabilité des capitaux investis (ROCE) et le coût moyen pondéré du capital (CMPC) :

$$EVA = (ROCE - CMPC) \times CI$$

Avec :

CI : les capitaux investis dans l'entreprise.

Lorsque l'EVA est positive, la rentabilité de l'exploitation excède le coût des fonds disponibles, l'entreprise est créatrice de richesse pour ses bailleurs de fonds. Autrement dit du point de vue de l'actionnaire unique, que ses performances sont supérieures aux attentes du marché.

- ✓ Lorsqu'elle est négative, l'entreprise détruit de la valeur au détriment de choix stratégiques ou opérationnels plus rentables, les performances réalisées sont inférieures aux attentes du marché, compte tenu de la catégorie de risque à laquelle l'entreprise appartient.
- ✓ Dans le cas très exceptionnel d'une EVA nul, il n'y a pas de création de valeur : la rentabilité ne répond qu'aux exigences des prêteurs de fonds.

1.3.1.1. Le coût du capital

Le coût moyen pondéré du capital (ou Weighted Average Cost of Capital (WACC)) est déterminé par l'estimation du coût des fonds propres et des coûts des dettes. Il exprime à un moment donné le taux de rentabilité que les actifs doivent dégager pour assurer la rémunération des actions et des dettes compte tenu des anticipations de leurs propriétaires et de leurs parts respectives dans le financement. Sa détermination se calcule la formule suivante :

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

Avec :

CP= capitaux propres.

D= dettes.

IBS= impôt sur les bénéfices des sociétés.

K_{cp} = coût des capitaux propres.

K_p = coût de la dette.

Le CMPC est un taux d'actualisation (soit la valeur de l'argent dans le temps) qui permet de convertir, pour tous les investisseurs, les cash-flows futurs attendus en une valeur actualisée.⁴⁰ Son estimation se fait sur des données de marché et non pas sur les données comptables.

1.3.1.1.1. Le coût de la dette

Si l'on écarte le risque de faillite, la rémunération des prêteurs peut être mesurée à partir du montant des frais financiers qui leur sont versés.⁴¹ Les intérêts sur les dettes sont déductibles fiscalement des impôts, il est nécessaire de prendre en compte les économies d'impôt sur les sociétés générées par les entreprises qui versent leurs intérêts. Le coût de la dette peut être calculé comme suit :

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

Avec :

Id = les charges d'intérêt versées.

Is = le taux sur les sociétés.

1.3.1.1.2. Le coût des fonds propres

Le coût des fonds propres ($E(R_j)$) peut être considéré comme un coût d'opportunité et se traduit du modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF). Pour évaluer le coût des fonds propres, on utilise d'autres approches comme la méthode de capitalisation des dividendes, le ratio cours/bénéfices, le coût de financement ou le rendement historique des actions.

Le rendement que l'entreprise doit assurer sur ses fonds propres peut être estimé comme suit :

$$E(RI) = R_0 + (R_m - R_0) \times \beta$$

Avec :

R_m : Espérance de rentabilité du marché.

R_0 : Rentabilité de l'actif sans risque.

⁴⁰ COPELAND.T, KOLLER.T, MURRIN.J, « La stratégie de la valeur », éditions : d'Organisation, Paris, 2002 p : 231.

⁴¹ PARRAT Frédéric, Op.cit. P : 120.

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

Selon cette méthode, l'espérance de rémunération des capitaux propres $E(RI)$ est égal au taux versé par un actif sans risque (R_0) auquel s'ajoute une prime de risque égal à :

$$\text{Prime de risque} = (R_m - R_0)$$

2. La valeur boursière

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

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

2.1. Total Shareholder Return (TSR)

Le TSR (Total Shareholder Return ou La rentabilité totale pour l'actionnaire) développé par le Boston Consulting Group, correspond au taux de rentabilité interne d'une opération d'achat et de revente d'actions, en prenant en compte les flux intermédiaires (dividendes nets supposés généralement réinvestis en actions).⁴²

Ce TSR représente le taux de rémunération des actionnaires, généralement sur une base annuelle. Il se mesure par la variation de la capitalisation boursière de la société sur une année, à laquelle est ajouté le montant des dividendes versés, exprimée en pourcentage de la capitalisation en début de période. Compte tenu de son mode de calcul, ce taux de rendement ne peut pas être calculé au niveau d'une société non cotée, comme si l'investisseur achetait le titre en début d'année, le revendait en fin d'année et percevait entre-temps un dividende.⁴³

$$\text{TSR} = \frac{(P_1 - P_0) + D_1}{P_0}$$

Avec :

P_0 : le cours de souscription de l'action.

P_1 : le prix de l'action en fin d'année.

⁴² Mottis. N et Ponssard. J-p, « Création de valeur et politique de rémunération : enjeux et pratiques », Annales des Mines, France, 2000, JUIN, p : 81.

⁴³THAUVRON. A, « Les choix d'investissement », Edition e-thèque, Paris, 2003, p : 222.

D1 : le dividende versé majoré de l'avoir fiscal.

Le TSR peut se calculer ex-post, à partir de données passées, sur différents horizons (généralement 1 ; 5 et 10ans). Il représente ex-ante le taux de rentabilité espéré par l'actionnaire alors qu'ex-post, il correspond à la rentabilité de l'investissement hors inflation. Il est possible de comparer la rentabilité obtenue par l'actionnaire au coût du capital (CMPC) :

- $TSR - CMPC < 0$ l'entreprise détruit de la valeur
- $TSR - CMPC > 0$ l'entreprise crée de la valeur
- $TSR - CMPC = 0$ ce qui est généré par l'exploitation est juste suffisant pour faire face au cout de financement des projets de l'entreprise.

2.2. L'indicateur MVA

Valeur ajoutée de marché ou création de valeur boursière (Market Value Added) développé par le cabinet Stern et Stewart. Elle est une mesure de performance externe influencé par la volatilité du marché, qui est considérée un autre moyen de déterminer la valeur d'une entreprise.

La MVA se définit comme la différence entre la valeur de marché des capitaux investis VM (Capitalisation boursière pour les entreprise cotées) et leur valeur comptable VC (Les capitaux apportés par les actionnaires pour une période donnée).⁴⁴

$$MVA = VM - VC$$

Il est possible de relier la MVA car elle n'est autre que l'ensemble de rentes futures. Dit autrement, la MVA (ou valeur ajoutée du marché) est la somme des flux d'EVA futurs actualisés au coût du capital :

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

Une MVA positive signifie que le marché anticipe que le management de l'entreprise va créer de la richesse au-delà du coût du capital supporté. À l'inverse, une MVA négative signifie que le marché prévoit une rentabilité insuffisante face au coût des capitaux. Cette interprétation de la MVA repose sur la confiance attribuée à l'hypothèse d'efficience du marché.

⁴⁴ G.Charreaux, 1998, « Le point sur la mesure de performance des entreprises », Revue Banque & Marchés Mai- Juin, N°34, p : 49.

2.3. Le ratio Market-to-book (M/B)

Le ratio Market-To-Book (M/B), comme l'indicateur MVA, rapproche la capitalisation boursière et les capitaux propres pour leur valeur comptable. Si le rapport est supérieur à l'unité, les anticipations des actionnaires sont optimistes quand à la capacité de l'entreprise à créer de la valeur.

Au contraire, lorsque la situation nette est supérieure à la valeur de marché, le ratio M/B est inférieur à l'unité, c'est-à-dire les actionnaires anticipent une destruction de la valeur. Le Market-To-Book peut se décomposer de la manière suivante :

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

Avec :

MV : le cours boursier.

BV : la valeur comptable des actions.

BPA : le bénéfice par action.

PER : le rapport du cours boursier sur bénéfices par action.

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

Pour les indicateurs comptables nous nous sommes référés à la rentabilité financière et économique, ces deux dernières sont calculées pour mesurer la performance de l'entreprise. L'indicateur financier est le Cash Flow Return On Investment (CFROI) qui est un outil de pilotage pour les dirigeants, quand bien même la société n'est pas cotée.

Tandis que l'indicateur hybride « EVA » s'en charge de comparer performance réalisée ou non aux attentes du marché et l'EVA est l'outil de gestion par excellence. Il peut être utilisé à un niveau global (toute l'entreprise) ou être décliné aux unités de l'entreprise.

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

Section03 : Le lien entre la gouvernance d'entreprise et la création de la valeur

La création de valeur peut s'apprécier à travers la capacité de l'entreprise à effectuer des investissements, plus ou moins risqués, avec une rentabilité qui est supérieure au coût moyen pondéré du capital, et pour cela deux approches interviennent dans ce processus : une approche financière et une approche managériale.

La gouvernance d'entreprise est un ensemble de mécanisme qui protège les droits et les intérêts des actionnaires et les parties prenantes, dont sa finalité, est de combiner tous les moyens nécessaires à la création de valeur, toute en émettant une organisation simple et efficace pour le déroulement des activités, qui agissent sur la fonction de toutes les parties prenantes au sein de l'entreprise essentiellement ceux des dirigeants.

1. Les différentes théories de la gouvernance et la création de la valeur**1.1. Théorie positive de l'agence et création de valeur**

La théorie positive de l'agence (TPA) explique le phénomène de gouvernance en termes de conflits d'intérêts. La question centrale des mécanismes de gouvernance est leur impact sur la création de valeur.

D'après Sheifer et Vishny (1997), la valeur pour l'entreprise se confond avec la valeur pour les actionnaires –la valeur actionnariale- et son processus de création n'emprunte que des voies disciplinaires d'incitation et de surveillance.⁴⁵

La théorie de l'agence basé sur un modèle traditionnel, qui repose sur l'hypothèse que le dirigeant est censé en être l'agent des actionnaires sans être propriétaire d'actions et les actionnaires sont les seuls créanciers restants de l'entreprise.

À partir de ce modèle, la valeur de l'actionnaire est créée en contrôlant les dirigeants pour réduire les effets des conflits d'agence. Aussi, il existe d'autres parties prenantes, les actionnaires qui sont représentés dans d'autres organes de gouvernance (approche de partenariat), tels que le conseil d'administration.

1.2. Théorie partenariale et création de la valeur

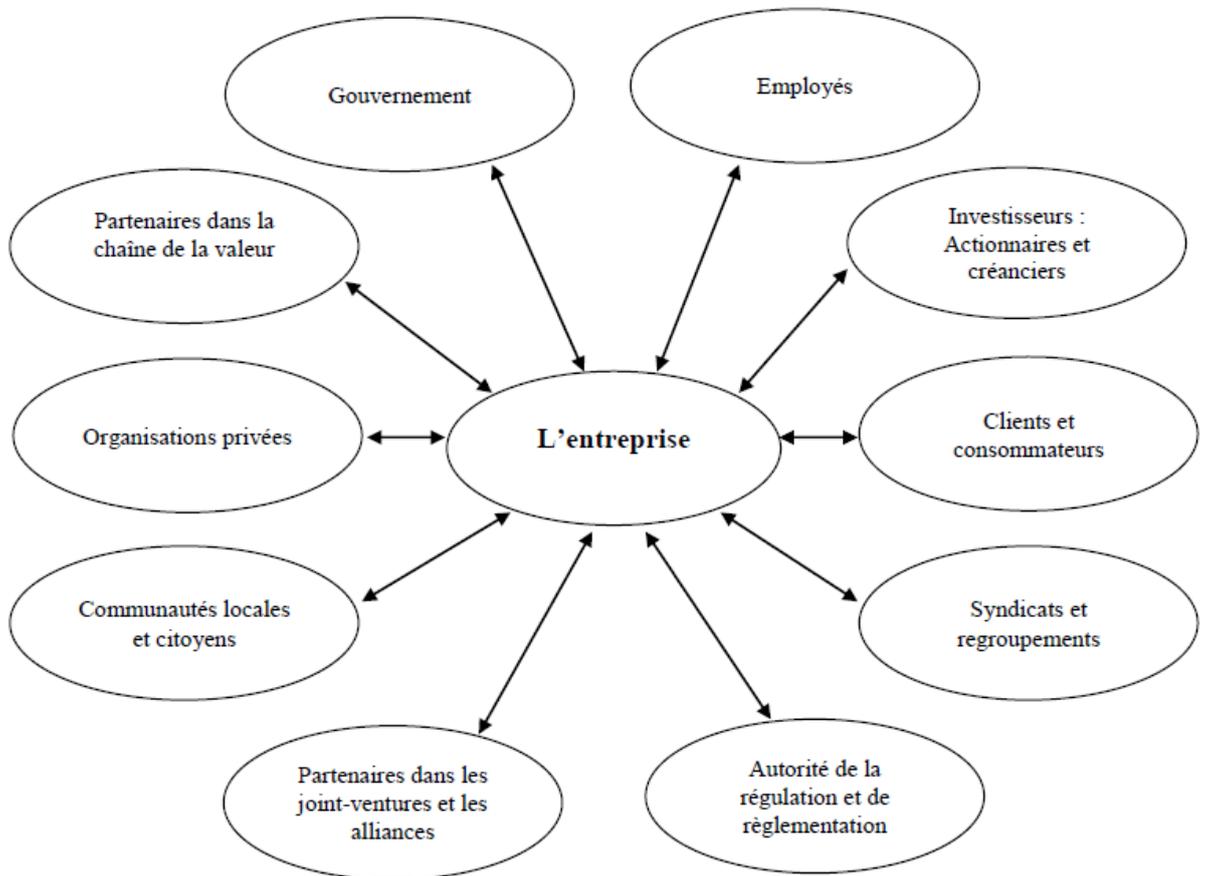
Hirigoy a proposé en 1997 de passer d'une « gouvernance d'agence à une gouvernance de partenariat » pour faire l'équilibre entre investisseurs financiers et acteurs industriels.

Selon R.Freeman, en 1984, il y a nombreux des partenaires d'une entreprise et peuvent être définis comme tout groupe ou individu susceptible d'être affecté par la réalisation des objectifs de l'entreprise.

⁴⁵ G.CHARREAUX, L'actionnaire apporteur de ressources cognitives, revue française de gestion, V141, n5 200, p : 77-107.

Tiras B Ruf et R. M Brown (1997) distinguent les stakeholders volontaire (les actionnaires les clients, les créanciers, les fournisseurs, les salariés, etc.) et involontaires (les communautés l'environnement, la société, etc.).⁴⁶

Schéma N° 05 : L'entreprise et ses parties prenantes



Source : J. CABY, G HIRIGOYEN, C. P.DIT HAVERT, Op.Cit, p : 155.

D'après Zingale, pour évaluer la firme, il est nécessaire de définir ce qu'elle recouvre en tant qu'entité, notamment en y incluant l'ensemble des parties prenantes s'appropriant une partie de la rente, Zingale rejoint ainsi l'approche partenariale de firme développée par Blair (1995) ou d'une perspective plus générale, par Chareau (1995).⁴⁷

Chaque Stakeholder a contribué à créer de la valeur.

- **Pour les actionnaires :** Un transfert de richesse est créé lorsqu'ils perçoivent une rémunération supérieure à celle à laquelle ils ont droit, compte tenu des risques encourus pour la création d'autres possibilités d'investissement.

⁴⁶ G.CHARREAUX, P.WRIT, op cit, p : 102.

⁴⁷ G. CHARREAUX, P. WRITZ, Op.Cit, p : 55.

- **Pour les dirigeants :** Ils sont obligés de maximiser la valeur de partenariat, pas seulement celle des actionnaires.
- **Pour les clients :** La création de valeur lorsqu'ils paient un prix inférieur au coût d'opportunité à la contrepartie achat d'un bien ou un service.
- **Pour les fournisseurs :** La création de valeur fait si l'entreprise vend des biens et des services pour un prix supérieur au coût d'opportunité.
- **Pour les salariés :** Les salariés sont supérieurs au coût d'opportunité, donc il y a création de valeur.

Tableau N°01: La contribution des parties prenantes à la création de valeur

Parties prenantes	Contributions à la création de valeur	Incitation pour contribuer
Investisseurs et apporteurs de fonds	Capitaux Endettement Réduction du risque, du coût de financement ou l'emprunt	Dividendes et plus-values
Dirigeants	Compétence pour la gestion de l'organisation	Compensation monétaires Salaries, bonus, stock-options Psychologues : satisfaction, pouvoir et Réputation
Salariés	Développement d'un capital humain spécifique, innovation, collaboration, engagement, travail en équipe, attitudes	Salariés, bonus, emploi stable et promotions... incitation, motivation et sanctions pour agir sur les performances
Syndicats	Stabilité de l'emploi, résolution de conflits	
Clients/Utilisateurs	Loyauté à la marque, réputation, fréquence d'achat	Qualité, prix des biens et des services, Estime

Fournisseurs et associés de la chaîne d'approvisionnement et logistique	Efficiency, réduction des coûts, innovation technologique...	Respect des engagements
Partenaires et alliés	Ressources stratégiques, conquête de marché, option de développement futur	Confiance réciproque, intérêts communs
Communauté locale ; Citoyens	Autorisation de travailler, conquête de marché, option de développement futur	Prestige national, respect des institutions légales, normatives et cognitives
Gouvernement	Support macro-économique et politique	Concurrence équitable et licite, règlement Gouvernement des impôts
Autorités réglementaire	Accréditation économique et politique	Congruence
ONG	Légitimité et autorisation de travailler	Respect des institutions légales, normatives et cognitives contributions à l'intérêt commun

Source: BARNETO Pascal, GREGORIO Georges, DSCG2- finance, manuel et application, 2ème édition, Dunod, Paris 2009 p161.

2. Les règles de fonctionnement de la GE

Pour lutter contre les déviations des objectifs de l'entreprise vis-à-vis de ceux des actionnaires, la gouvernance d'entreprise détermine un ensemble de règles de fonctionnement qui sont les suivants :

- **La transparence et la qualité des informations communiquées aux actionnaires**

Les actionnaires ont connaissance de toutes les informations relatives à l'équipe de direction aux états financiers de la société, à ses investissements, ainsi qu'aux décisions prises par la direction générale.

- **Les droits des actionnaires**

Selon KATH et KIM (2003), le respect des droits des actionnaires et comment les appliqués exige une communication, en leur assurant la facilité d'assister aux réunions générales et en diffusant l'information dont ils ont besoin.

- **Le conseil d'administration**

E.F Fama (1980) et M.C. Jensen (1983) attribuent deux fonctions principales au conseil d'administration, contrôler la performance des dirigeants et évaluer les décisions d'investissement à long terme. Donc, la composition et la structuration du conseil d'administration sont d'une grande importance.

- **La création de la valeur**

Basée sur une pratique de gestion adoptée et une stratégie saine pour maintenir une discipline financière permettant d'augmenter la valeur de l'entreprise.

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

Se traduit par l'augmentation de la valeur des entreprises en respectant les lois et les normes appliquées au sein de l'entreprise et en réduisant les coûts d'agence.

3. Les recommandations de la gouvernance d'entreprise

À ce titre, les recommandations de la gouvernance d'entreprise ont été imposées aux entreprises dans plusieurs pays, partout dans le monde. Les principales recommandations sont les suivants :

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

Le bon système de gouvernance d'entreprise a un effet positif sur la valeur, car il répartit le rôle de chaque agent au sein de l'entreprise pour assurer la protection des investisseurs en encourageant la croissance de l'organisation.

3.2.L'alignement du comportement des dirigeants

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

3.2.1. La mise en place des incitations financières

Les incitations financières sont destinées à résoudre le problème d'agence en liant la rémunération des dirigeants à la performance de l'entreprise.⁴⁸ Cette rémunération peut procurer des incitations à la création de valeur pour les actionnaires à partir de plusieurs mécanismes.

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

- **l'alignement** : aligner la fonction d'utilité pour les dirigeants tout en maximisant la valeur de l'entreprise ;
- **le levier** : la capacité d'inciter les dirigeants à prendre des décisions difficiles (scission achat et vente d'entreprise ou de divisions d'entreprise ou fermeture) pour augmenter la valeur ;
- **Le maintien** : fidéliser les dirigeants en continuant à offrir des récompenses, surtout dans les moments difficiles ;
- **La réduction du coût** : la réduction des coûts pour les actionnaires c'est-à-dire en limitant la rémunération des dirigeants à des niveaux qui maintiennent la maximisation de la valeur.

3.2.2. La disparition des OPA

Il n'existe pas de mesure anti offres publiques d'achat (OPA), car ces offres constituent un mécanisme de protection des dirigeants.

Par ailleurs, un système de gouvernance est efficace dans la mesure où les dirigeants des firmes sont évalués sur leurs performances réelles, et sanctionnés s'ils ne sont pas à la hauteur de leurs tâches⁴⁹. Le rôle attribué à la gouvernance d'entreprise est donc, à l'aide de leviers incitatifs et de mécanismes de contrôle, d'aligner le comportement des dirigeants sur le critère de maximisation de la richesse des actionnaires⁵⁰.

⁴⁸ J.Caby, G.Hirigoyen, « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise », 3^{éd} Economica, Paris, 2005 p : 66.

⁴⁹ BANCEL Franck et MITTOO Ushar, théorie et pratique de l'évaluation d'entreprise, analyse financière N°48 septembre, 2013.

⁵⁰ Jérôme CABY, Gérard HIRIGOYEN, « création de la valeur d'entreprise » 2^o Edition, P : 52.

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

Recommandation sur le gouvernement d'entreprise attache une importance particulière à l'existence de comités spécialisés. La mission principale du conseil d'administration est de contrôler le comportement des dirigeants. Aussi, il doit fournir aux actionnaires toutes précisions utiles concernant ces comités. Le conseil et les comités doivent disposer de toute liberté pour convoquer et auditionner les salariés de la société.

D'où l'existence de plusieurs textes de lois et guides a rendu obligatoire l'instauration des comités d'audit, de rémunération et de nomination au sein de l'entreprise.

- **Le comité d'audit** : est composé de membres du conseil d'administration non exécutifs, à condition que la majorité des membres du comité soient des membres indépendants et le nombre ne soit pas inférieur à trois. Le comité d'audit se doit s'exercer particulièrement les fonctions de :
 - ✓ Analyse des risques et supervision du contrôle interne.
 - ✓ Contrôle de l'information comptable et financière.
 - ✓ Suivi du contrôle légal des comptes, examen des travaux de l'audit externe, sélection des commissaires aux comptes et vérification de leur indépendance.
- **Le comité des rémunérations** : il est responsable de la détermination de la rémunération des membres du bureau, en particulier de la méthode du président, des administrateurs et des directeurs généraux.
- **Le comité de nomination** : il fixe les conditions d'accès au conseil d'administration apprécié les compétences des dirigeants et procède à la nomination des administrateurs.

3.4. Réduire les asymétries d'information

La surveillance est un mécanisme de gouvernance international qui réduit l'asymétrie d'information des actionnaires et oblige le dirigeant à respecter une certaine discipline mais il est coûteux car il réduit les risques de conflits d'intérêts et prend en compte tous les actes réalisés afin de placer les investisseurs en toute confiance.

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

La gouvernance joue un rôle important dans la création de valeur. Il existe plusieurs domaines sur lesquels la gouvernance peut contribuer à créer de la valeur et il ne s'agit pas de les envisager de façon exhaustive. Donc, nous nous limiterons à étudier trois points : l'instauration de la confiance, le respect des intérêts des parties prenantes et la prise en compte de la responsabilité sociale.

4.1.L'instauration de la confiance

Une série des scandales a touché le monde de l'entreprise. Le capitalisme s'est transformé de telle sorte que des chefs d'entreprise s'enrichissent souvent aux dépens des actionnaires. Alors l'instauration ou la restauration de la confiance des actionnaires envers les dirigeants est devenue une condition nécessaire pour la survie et le fonctionnement de l'entreprise.

Ainsi, la loi Sarbanes-Oxley a adapté trois principes : l'indépendance des auditeurs l'accessibilité de l'information et la responsabilité des gestionnaires. Cette loi augmente la transparence des modes de gouvernance de façon très importante exigeant une responsabilité plus détaillée envers les investisseurs.

Aujourd'hui, la plupart des entreprises adoptent la communication institutionnelle « ou line » qui est considérée comme un moyen non négligeable pour instaurer la confiance et créer ainsi de la valeur. Cette méthode facilite aux actionnaires, aux analystes financiers et aux consommateurs de trouver facilement les informations de l'entreprise. Mais, pour créer la confiance aux investisseurs les conseils d'administrations font des efforts pour réduire les salaires des dirigeants.

4.2.Le respect des intérêts des parties prenantes

À cause des scandales financiers, notons que la responsabilisation sociale fait la une des journaux depuis les scandales financiers, traduits par la chute vertigineuse de la valeur des titres l'attention se concentrent sur la nécessité d'accroître la responsabilisation de l'entreprise vis-à-vis des actionnaires. Donc, la responsabilisation des entreprises assiste à une mutation à long terme.

Des organismes tels que les commissions des valeurs mobilières, les bourses et la profession comptable ont concentré sur le rétablissement de la confiance dans le système d'information financière, les marchés boursiers et l'intégrité de l'entreprise.

L'effondrement d'Enron, la diffusion de l'information, les problèmes environnementaux et la mondialisation transforment notre compréhension du rôle des entreprises dans la société.

Ainsi, le droit corporatif donne priorité aux intérêts des actionnaires, pas seulement augmente des profits, mais les protège des pratiques abusives des dirigeants. La bourse de New York a créé l'indice Dow Jones axé sur la durabilité, permettant de suivre les performances des entreprises et accessibles aux investisseurs. Les entreprises qui inscrites dans l'indice axé sur la durabilité sont des entreprises performantes. Dow Jones explique que la durabilité intéresse

les investisseurs, car il s'agit d'une stratégie d'entreprise qui crée une valeur à long terme pour les actionnaires.

4.3. La prise en compte de la responsabilité sociale

La prise en compte de la responsabilité sociale est un domaine nouveau, qui s'inscrit dans une tendance plus large en faveur de développement durable. Ainsi, la responsabilité sociale pousse les entreprises à jouer un rôle dans le respect mais aussi la création des valeurs éthiques. L'entreprise est devenue plus attentive aux préoccupations des parties prenantes dans le domaine de l'éthique.

Pour comprendre le lien entre la responsabilité sociale des entreprises et la gouvernance prenons le cas Home Depot, Nike et Nestlé qui ont connu la même situation. Ainsi, en voie de soigner leur réputation, renforcent leur valeur et l'image de leurs produits.

Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons touché le concept de création de valeur. On a mesuré la valeur de l'entreprise par un ensemble des indicateurs pour avoir l'entreprise a créer ou détruit de valeur.

Le lien entre la gouvernance d'entreprise et la création de valeur se traduit par la confiance et le respect d'intérêt entre les parties prenantes résulte un effet positif entre eux.

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

**Chapitre III : « Sidal » comme
illustration de développements
théoriques**

Introduction

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

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

Nous allons au cours de ce chapitre présenter l'entreprise Sidal, on analysera particulièrement son système de gouvernance, on clôturera cette étude de cas par l'évaluation et la mesure de la création de la valeur.

Section 01 : Présentation de l'entreprise Saidal

Le groupe Saidal est considéré comme le leader dans la fabrication des produits pharmaceutiques en Algérie. Il dispose d'importantes capacités de production et une équipe de cadres spécialisées ayant pour mission le développement des médicaments et des centres de distribution pour assurer un meilleur service de vente aux clients.

Saidal a connu plusieurs restructurations. Ces transformations multiples (industrielle organique, juridique et financière) ont été décidées par les pouvoirs publics, et ont donné une place importante pour le groupe Saidal dans le domaine pharmaceutique.

1. Définition du groupe Saidal

Saidal est une société de capitaux créée sous forme de société par action (SPA), au capital de 2 500 000 000 dinars algériens (donnée interne de l'entreprise), qui est à 80 % détenu par l'État et les 20 % restant sont détenus par les autres actionnaires. Saidal comporte plusieurs entités centrales de gestion centre de distribution centre de recherche et développement, d'une direction marketing et information médicale et trois sites de production dont la mission de développer, produire et commercialiser des produits pharmaceutiques à usage humain et vétérinaires.

Saidal est actuellement le leader au niveau national et régional dans la production pharmaceutique avec une grande part de marché.

2. L'historique du groupe

La pharmacie centrale algérienne (PCA) a été créée en 1969 par ordonnance présidentielle et ayant pour mission d'assurer le monopole de l'État sur l'importation, la fabrication et la commercialisation des produits pharmaceutiques à usage humain.

1971-1975 : Réalisation de l'unité de production d'El Harrach et rachat en deux étapes (1971 puis 1975) les unités de BIOTIC et PHARMAL par la CPA.

1982 : l'entreprise nationale de production pharmaceutique (ENPP) a été créée par le décret 82/161 promulgués en avril 1982, suite à la dissolution de la PCA (pharmacie centrale algérienne).

ENPP avait pour mission d'assurer le monopole de la production et de la distribution des médicaments, assimilés et réactifs. Elle avait pour objectif d'approvisionner de manière suffisante et régulière le marché algérien.

1985 : ENPP a changé de dénomination pour devenir « Saidal », et a bénéficié dans ce cadre du transfert des usines d'El Harrach, de Dar El Beida et de gué Constantine.

1988 : Rattachement du complexe antibiotique de Médéa à Saidal.

1989 : Saidal devient une entreprise publique économique(EPE), suite à la mise en œuvre des réformes économique.

EPE a été choisie parmi les premières entreprises nationales, pour acquérir le statut de société par action.

1993 : De nombreux changements ont été apportés aux statuts de l'entreprise, lui permettant de participer à toutes opérations industrielles ou commerciales pouvant se rattacher à l'objet social par voie de création de sociétés nouvelles ou de filiales.

1997 : Restructuration de l'entreprise Saidal qui s'est traduite par sa transformation en groupe industrielle.

1998 : Transformation de l'entreprise Saidal en groupe industriel avec trois filiales et deux unités de services.

1999 : Création du centre de recherche et de développement (CRD). Dans la même année, le groupe Saidal procède à l'ouverture de son capital par offre publique de vente (OPV) qui portait sur 20% du capital social du groupe.

2009 : augmentation de la part de Saidal dans le capital de Somedial à hauteur de 59 %.

2010 : Saidal a acquis 20 % du capital d'IBERAL et sa part dans le capital de TAPHCO et passée de 38.75 % à 44.51 %.

2011 : Augmentation de la part de Saidal dans le capital d'Iberal à hauteur de 60 %.

2013 : Réalisation de trois usines médicaments générique (Cherchell, Constantine, Annaba) et du laboratoire bioéquivalence.

Saidal a fusionné avec ses filiales.

2014 : Renforcement du partenariat.

Réalisation un centre de recherche et développement.

Lancement des travaux de modernisation qui ont touché trois sites de production (Constantine, Dar El Beida et gué de Constantine).

2015 : Le partenariat avec NOVO NORDISK pour la production d'insuline en cartouche.

Signature d'une convention entre Saidal et la direction générale de la recherche scientifique et développement technologique.

2016 : Exportation des produits de Saidal vers 13 pays en Afrique, après la signature de partenariat avec un groupe pour la distribution des produits pharmaceutiques.

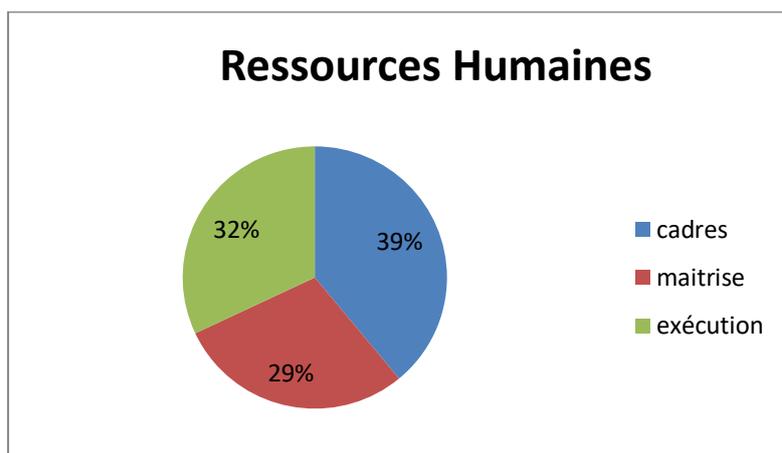
2020 : Saidal a annoncé le début prochain de la formation des équipes en charges de la production du vaccin russe contre Covid-19.

3. Les moyens du groupe Saidal

3.1. Les ressources humaines ⁵¹

Les effectifs arrêtés au 31/12/2019 sont de 3094 agents, enregistrant une hausse de 19 agents comparativement au 31/12/2018. Cette augmentation s'explique essentiellement par le recrutement effectué au niveau des sites de production notamment les nouveaux sites de Constantine 2 et de Cherchell ainsi que les recrutements au niveau du site de Médéa.

Figure N° 06: Effectif par groupe socioprofessionnel



Source : Rapport de gestion de Saidal 2019.

⁵¹ Rapport de gestion de Saidal(2019).

3.2. Formation

Le montant global des frais de formation est de 19099 Milliers de dinars. La formation a touché les principaux domaines d'activités de l'entreprise à savoir :

- Techniques pharmaceutiques/ Management qualité/ contrôle qualité/ Assurance qualité/ Audit qualité.
- Fabrication et conditionnement des spécialités pharmaceutiques/ gestion des utilités/ Maintenance.
- Vente et distribution/ Marketing et information médicale/ Management commercial.
- Approvisionnements et gestion des stocks.
- Administration.
- Ressources humaines.
- Finance et comptabilité.
- Sécurité industrielle et environnement.
- Informatique.

4. Organisation du groupe Sidal ⁵²

4.1. Les directions

- Direction de portefeuille et stratégie financière.
- Direction de l'audit, analyse et synthèse.
- Direction des ressources humaines.
- Direction de partenariat.
- Direction de la biotechnologie.
- Direction des projets neufs.
- Direction marketing et information médicale.
- Direction de la sécurité et environnement.
- Direction management qualité et affaires pharmaceutique.
- Direction centrale des approvisionnements.
- Direction centrale commerciale.
- Direction de centre de recherche et développement.

⁵²<http://www.sidalgroup.dz/fr/notre-groupe/organisation>

4.2. Les sites de production

SAIDAL compte 09 usines de production d'une capacité totale de 200 Millions d'unités ventes. Les unités de production sont :

➤ **Site de production Dar El Beida**

Situé à la zone industrielle d'Alger, cette usine produit une large gamme de médicaments sous plusieurs formes galéniques (comprimés, sirops, solutions et pommades).

➤ **Site de production Médéa**

Spécialisé dans la production d'antibiotiques pénicilliniques et non pénicilliniques. Il compose de deux unités de semi- synthèse pour les produits oraux et injectables, d'une entité pour les spécialités pharmaceutiques et de deux bâtiments : l'un consacré aux produits pénicilliniques, l'autre aux non pénicilliniques.

➤ **Site de production Constantine**

Situé à l'Est du pays, à la zone industrielle de Constantine, il dispose de deux ateliers spécialisés dans la production des sirops (fabrication des formes liquides).

➤ **Site de production Constantine-unité d'Insuline**

Spécialisé dans la production d'insuline humaine à trois types d'action : rapide (Rapid) lente (Basal) et intermédiaire (Comb 25).

➤ **Site de production Annaba**

Spécialisé dans la fabrication des formes sèches (comprimés et gélules).

➤ **Site de production Gué de Constantine**

Composé de deux parties distinctes : l'une pour la fabrication des solutés massifs (poches et flacons), l'autre spécialisée dans la production des formes galéniques (suppositoires, ampoules et comprimés). Cette usine dispose d'un laboratoire de contrôle de la qualité.

➤ **Site de production Zemirli**

Composé d'un laboratoire de contrôle de qualité qui est chargé de l'analyse physico-chimique et de la gestion technique et documentaire. Elle dispose de quatre ateliers de production : atelier comprimés, atelier solutions, atelier sirops et atelier pommades.

➤ **Site de production Cherchell**

Composé de trois ateliers de production : sirops, formes sèches (comprimés, poudre en sachets, gélules) et concentré d'hémodialyse.

➤ **Site de production Batna**

Spécialisé dans la production des suppositoires.

4.3. Les centres de distribution

Trois centres régionaux de distribution situés à Blida, Batna et Oran, sont dotés de moyens logistiques appréciables et d'un potentiel humain spécialisé, ce qui a permis le renforcement et le développement du groupe Saidal, par l'amélioration du chiffre d'affaires. Ces unités assurent la commercialisation des produits de Saidal à travers le territoire national.

4.4. Centre de recherche et de développement (CRD)

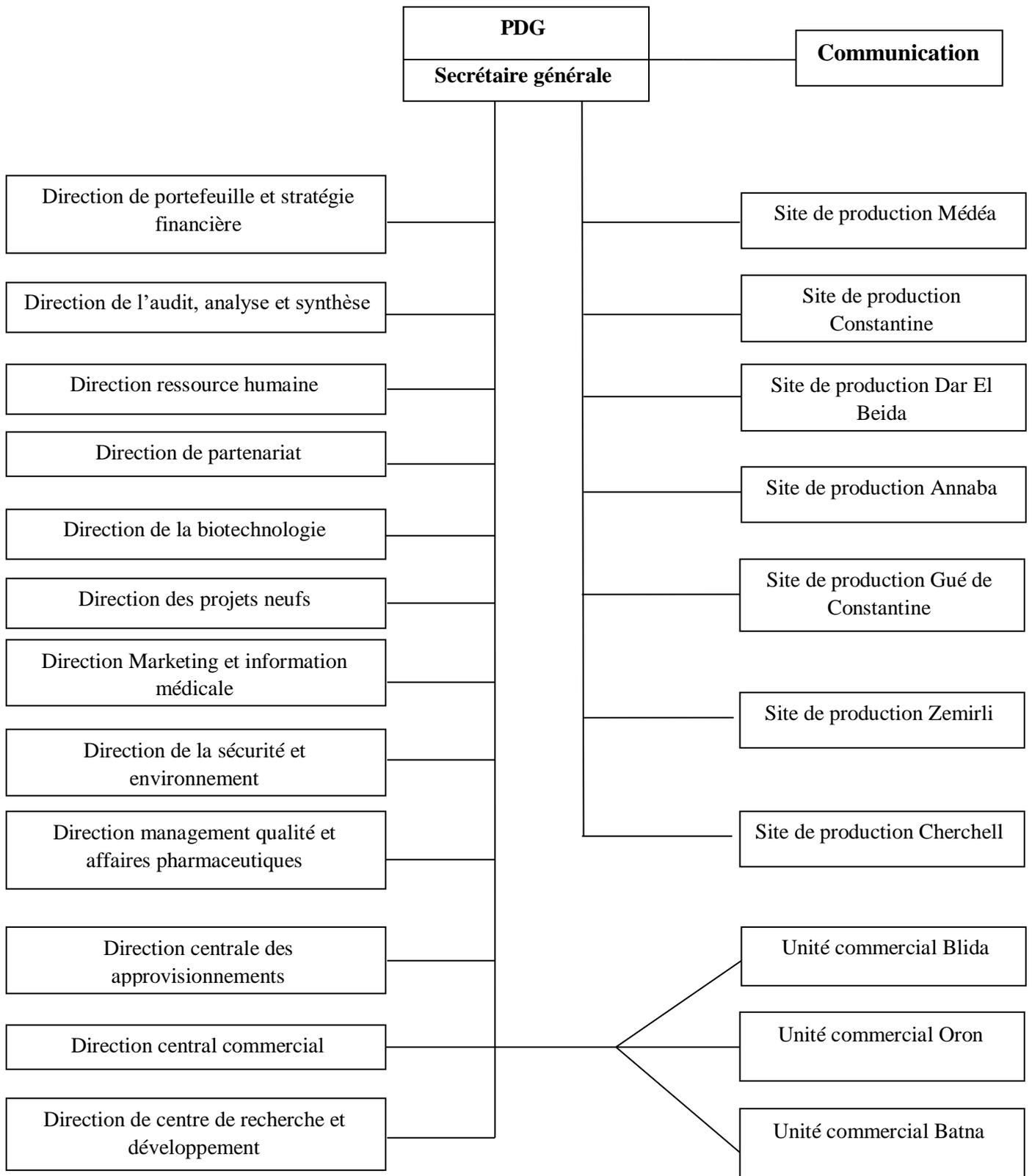
En 1975, le laboratoire de recherche et développement (CRD) est créé par la pharmacie algérienne ; il a pour missions principales : la formulation des formes pommades et les études de faisabilité sur sites de certains médicaments fabriqués sous licences.

Après la restructuration de la pharmacie centrale algérienne et la création de Saidal cette dernière procède à la transformation du laboratoire de recherche en une unité de recherche en médicaments et techniques pharmaceutiques (URMTP). Celle-ci est créée par arrêté ministériel du 13 septembre 1987. Elle est chargée de la recherche et du développement des médicaments et des études techniques pharmaceutiques.

L'URMTP s'est transformé en CRD en 27 juillet 1998. Le CRD développe annuellement cinq (05) à six (06) produits génériques qui sont intégrés dans la gamme de production des différentes filiales du groupe.

Un centre de bioéquivalence est réalisé en 2015. C'est une structure dédiée aux études de bio équivalence. Son rôle est de comparer le médicament générique et le princeps et aussi tester la conformité des produits de Saidal par rapport aux normes internationales.

La figure N° 07:L'organigramme du groupe Sidal.



Source : Document interne de Sidal.

5. Les partenariats de Saidal ⁵³

- **PSM (Saidal-Pfizer)** : partenariat entre le groupe Saidal et Pfizer Pharm Algérie le 21 mai 1997 à travers la création de Pfizer Saidal Manufacturing (PSM). Une société conjointe entre Saidal (30%) Pfizer (70%). Cette usine est implantée à Alger pour la fabrication et le conditionnement des produits pharmaceutiques et chimiques, et en production depuis 2003.
- **WPS (Saidal- Sanofi)** : partenariat conclu en 1996 à travers la création de Winthrop Pharma Saidal (WPS). Une société conjointe entre Saidal (30%) et Sanofi (70%), a pour objet social la préparation, la fabrication, le façonnage et la commercialisation en Algérie des spécialités pharmaceutiques à usage humain. L'usine WPS implantée à Alger, et en production depuis 2001.
- **Taphco (Saidal-Acdima-SPIMACO-JPM)**: Ce partenariat conclu en 1999 à travers la création de Tassili Arab Pharmaceutical Company (Taphco) afin de réaliser une usine de formes solides à Reghaïa. Une société conjointe entre Saidal (44,51%) ACDIMA (28,98%) Spimaco (21,97%) et JPM (4,54%). L'unité de production est totalement réalisée et réceptionnée en 2015.
- **SNM (Saidal-North Africa Holding Company (Koweït)-Fonds National D'investissement)** : S.N.M est le résultat d'un partenariat conclu, en septembre 2012 entre le groupe Saidal (49%), North Africa Holding Company (49%), et fonds national d'investissement (2%), pour la création d'un centre spécialisé dans le développement l'industrialisation et la commercialisation des médicaments anticancéreux.
- **Saidal Novonordisk**: partenariat conclu le 21 avril 2012, pour la production de toutes les gammes d'insuline de Novo nordisk sous forme de flacons (usage hospitalier) et de cartouches. L'usine est en réalisation depuis Aout 2015.

⁵³www.saidalgroup.dz

Section 02 : Gouvernance d'entreprise au sein de l'entreprise Saidal

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

1. La gouvernance dans l'entreprise Saidal

Saidal est l'une des premières entreprises algériennes qui a introduire les principes de gouvernance en son sein. Elle représente un exemple de réussite pour les autres entreprises algériennes, et ceci, à travers notamment son introduction en bourse en 1999.

Saidal cherche à utiliser les outils de création de valeur par le biais de l'installation d'une bonne gouvernance, afin de gérer les conflits d'intérêt, par la développement du dialogue au sein des différents organes sociaux de la société tels que le conseil d'administration, l'assemblée générale, la direction exécutive et le comité d'audit.

Avant l'introduction de Saidal en bourse, la société appartenait à l'Etat. Mais avec l'ouverture de son capital et l'entrée de nouveaux actionnaires, cette société est dans l'obligation d'être transparente avec tous les acteurs internes et externes. Elle adopte, à travers une information transparente et un traitement équitable de l'ensemble des intervenants dans le processus de création de valeur, les pratiques de bonne gouvernance afin d'assurer sa performance.

➤ L'introduction de Saidal en bourse

Selon la décision du conseil national des participations, lors de sa réunion du 18 juin 1998 dans le contexte du processus de privatisation, l'assemblée générale extraordinaire du 22 juin 1998 de Saidal a adopté la résolution N04, sur proposition de conseil d'administration autorisant la société à introduire en bourse une partie de son capital, qui a permis une reconstitution dans son conseil d'administration. Le CA est composé de l'actionnaire majoritaire (l'Etat) et les nouveaux actionnaires. Soit 11 membres, dont 08 représentent l'Etat 02 les nouveaux actionnaires et 01 concernant la participation des salariés.

Saidal a vendu 20% de son capital social, soit 2 000 000 actions d'une valeur unitaire nominale de 250.00 DA sur le total de 10 000 000 actions. Elle confirme son engagement dans le processus de mise en place de bonnes pratiques de gouvernance grâce à son introduction en bourse.

1.1. Application des règles de la gouvernance au sein de Sidal

En interne, la règle est l'adoption des pratiques de bonne gouvernance. Dans ce cas nous en citons plusieurs :

- Avec la gouvernance, les entreprises publiques sont dans l'obligation de prendre en considération leurs relations avec les parties prenantes.
- L'entreprise publique doit être transparente dans la diffusion de ses rapports financiers.
- Séparation entre propriété et gestion.
- La mise en place de comités spécialisés concernant : l'audit et le suivi de la responsabilité sociale.
- L'entreprise publique doit être transparente dans la diffusion de ses rapports financiers.

1.1.1. Organigramme

Sidal s'est dotée d'un organigramme et d'un manuel de procédure interne afin d'assurer l'application des principes de bonne gouvernance d'entreprise et une bonne diffusion d'informations.

En 2012, des travaux de refonte de l'organisation ont été confiés à un bureau d'étude de renommée internationale. La première phase : « diagnostic », a permis d'identifier les faiblesses et d'établir les axes d'amélioration afin de réaliser les objectifs de Sidal en matière de renforcement de la qualité, de valorisation des ressources humaines et de compétitivité.

Les participations sont devenues des filiales suite à la fusion par voie d'absorption. Durant l'exercice 2010, Sidal a mis en place les directions corporate :

1. La gestion des projets : sa mise en place pour le plan de développement, basée sur 3 processus :
 - Le processus décisionnel.
 - Le processus cycle de vie des projets.
 - Processus support.
2. La centralisation des affaires juridiques : la fonction juridique était dispersée à travers les différentes entités de la société. Mais cette fonction est désormais centralisée et permet une meilleure remontée de l'information.
 - Création d'un bureau de suivi des marchés, pour assurer le suivi des marchés, depuis l'approbation du cahier de charges, puis le lancement de la consultation, jusqu'à la signature du contrat.

1.1.2. Les structures de gouvernance (les organes d'administration, de contrôle et de gestion)

1.1.2.1. L'assemblée générale

Le conseil d'administration et l'un des principaux organes de la bonne gouvernance

Sidal applique les dispositions régies par le code de commerce. Tous les actionnaires ont le droit de participer aux assemblées générales. Les articles 674 et 675 désignent les prérogatives des assemblées générales ordinaires et extraordinaires :

L'assemblée générale est composée des actionnaires ou de leurs représentants légaux.

L'assemblée générale ordinaire (AGO) se réunit autant que de besoin et au moins une fois chaque année durant les six mois qui suivent la clôture de l'exercice pour débattre des toutes les questions liées à la gestion de l'exercice écoulé telles que la désignation et révocation des commissaires aux comptes (article 715 bis du code de commerce) et la répartition des bénéfices et fixation des dividendes (pour les actionnaires) et les tantièmes (pour les administrateurs), article 722 du code du commerce.

Conformément au code de commerce, l'ensemble des décisions majeures concernant la stratégie de l'entreprise sont discutées par les assemblées générales extraordinaire des actionnaires (AGE), notamment toutes les décisions portant sur la modification des statuts telles que la transformation de la nature juridique de la société ou l'augmentation ou la diminution du capital.

1.1.2.2. Le conseil d'administration

Sidal est gérée par un conseil d'administration, d'après les articles 610, 611, 612 du code de commerce.

Le conseil d'administration est un organe central, car il définit la stratégie de l'entreprise. Il joue le rôle de conseiller, de contrôle et d'orientation de la stratégie.

Ainsi, Le conseil d'administration a la responsabilité générale de :

- Assurer le suivi de l'application décisions.
- Participer à l'élaboration et l'adoption des plans d'actions et des plans stratégiques.
- Se doter des pratiques de gouvernances efficaces, efficientes et transparentes.

Le conseil d'administration est composé d'un président directeur général et de sept membres dont 5 externes et indépendants et deux représentants des travailleurs. Les membres de conseil d'administration sont désignés par l'AGO (même si la majorité des représentée représente directement les pouvoirs publics et agissent en fonction des instructions du ministère concerné), pour une durée de 3 ans. Ils doivent être propriétaire d'un nombre d'actions représentant au moins 20 % du capital social.

Le conseil d'administration ne peut délibérer que si la moitié au moins de ses membres sont présents. Ses décisions sont prises à la majorité des membres présents.

Le CA du groupe Saidal ne relève ses missions qu'à un seul comité, qui est le comité d'audit. Dans le sillage des bonnes pratiques de la gouvernance d'entreprise, il est recommandé aux entreprises de confier certains travaux du CA à des comités spécialisés dont deux comités au moins sont indispensables, soient le comité d'audit qui est chargé du contrôle interne et le comité de rémunération et de nomination qui est chargé de la définition de la politique de rémunération et de nomination des dirigeants. Selon le code algérien de la gouvernance d'entreprise, ces comités ont pour vocation la facilitation du travail du CA.

La fréquence de ses réunions est estimée en moyenne à quatre réunions par an, et elle peut être augmentée selon le besoin de l'entreprise. A titre d'exemple, le CA du groupe Saidal a tenu au titre de l'exercice 2019, huit (08) séances ordinaires, il a traité un certain nombre de dossiers et à formuler des recommandations, en matière de gestion. (Rapport de gestion, 2019 p.4).

1.1.2.3. Les organes de contrôle

1.1.2.3.1. Contrôle interne au sein de la société

Dans l'objectif de l'amélioration du contrôle interne et de l'optimisation des cycles de gestion au niveau des différentes entités, des missions d'audit ont été menées dans le but de valider et de faire valoir l'application et la mise en œuvre des procédures en matière de gestion des approvisionnements, des ressources humaines, et des activités du laboratoire de contrôle qualité.

1.1.2.3.2. Contrôle externe de la société

- **Audit légal**

Les états financiers et les comptes annuels sont audités par deux commissaires aux comptes désignés par l'AGO pour un mandat de 3 ans, renouvelés une fois, conformément aux dispositions de la loi 10-01 du 29 juin 2010. Les commissaires aux comptes ont pour mission permanente, de contrôler la régularité et la sincérité des comptes annuels (bilan compte de résultat, annexes). Il vérifie la sincérité des informations contenues dans tous les rapports adressés aux actionnaires. En fin de mission, les commissaires aux comptes rédigent un rapport général dans lequel ils présentent ses conclusions à l'assemblée générale de l'entreprise.

- **Contrôle par le marché des biens et des services**

Sidal est exposée aux risques de la concurrence nationale et des sociétés étrangères.

- **Contrôle par le marché financier**

Après l'introduction de Sidal en bourse, elle est exposée au contrôle du marché financier, par l'évaluation permanente des valeurs boursière de l'entreprise.

- **Contrôle par l'inspection générale des finances (IGF)**

L'IGF contrôle Sidal suite à l'application de l'ordonnance N08-01 du 28 Février 2008 et à la demande des autorités de tutelle.

1.1.3. La transparence et la diffusion de l'information

La transparence et la diffusion de l'information est parmi les principes cardinaux de la gouvernance d'entreprise. Ainsi, Sidal assure la publication de divers types d'informations financières, commerciales, et légales à travers :

- La publication de rapport annuel sur internet.
- Le dépôt du bilan fiscal de l'entreprise.
- L'établissement du bilan comptable, le tableau des résultats, le rapport de gestion du CA et toutes les annexes supervisées par les commissaires aux comptes.
- La publication des bulletins officiels auprès du centre national du registre de commerce (CNRC).

Saidal partage aussi les objectifs et les réalisations annuelles pour être transparente avec ses actionnaires et ses employés.

1.1.4. Le système d'information ⁵⁴

Dans le cadre de la poursuite de la mise en place du nouveau système d'informations les opérations suivantes ont été réalisées :

- Réalisation d'une étude pour le lancement du projet de mise en place d'un nouveau système de gestion intégrée ERP-Saidal, avec assistance à maîtrise d'ouvrage.
- Préparation à la mise en place d'un système de gestion Electronique Documentaire (GED) dans sa première phase technique.
- Migration vers une nouvelle solution de messagerie hybride sur deux plates-formes d'hébergement : Externe sous Zimbra, interne sous OWA-MSEXCHANGE.
- Finalisation de la mise en œuvre du système de gestion des investissements par code à barres pour les 05 nouveaux sites de production d'El Harrach, Cherchell et Constantine 2, avec intégration de l'opération du rapprochement des immobilisations comptables / physiques sur le nouveau logiciel pour le calcul automatique des dotations aux amortissements.

1.1.5. Hygiène, sécurité et environnement

Sécurité

Saidal possède une politique de sécurité interne et de sécurité industrielle se basant sur :

- Mise en œuvre des programmes de prévention de la période hivernale et de fortes chaleurs.
- Exercice de simulation en collaboration avec la protection civile.
- Finalisation de l'installation d'un système de vidéosurveillance au niveau des sites de production de Cherchell et d'El Harrach ainsi qu'au niveau du centre de Bioéquivalence.
- Actualisation des plans de sécurité interne (PSI).

Environnement

Mise en service de la station de prétraitement relevant du site de Dar El Beida.

⁵⁴ Rapport de gestion du groupe Saidal 2019.

1.1.6. Gestion des ressources humaines

La direction générale de Saidal avec ses syndicats, a réalisé un système salarial basé sur les 05 principes (motivation, compétitivité, équité, simplicité et flexibilité).

En 2012, Saidal a élaboré un programme de revalorisation des ressources humaines, au moyen de trois actions :

1. La grille des salaires : elle constitue un élément de base pour la refonte du système de rémunération, le salaire de base de chaque travailleur est déterminé par la classification du poste occupé, tel que positionné dans la nomenclature des postes de travail.
- ✓ La nouvelle grille de salaires est composée de 21 catégories représentant la classification, selon le niveau de qualification, établi par l'évaluation de l'emploi et 10 sections représentant l'avancement au mérite selon la procédure qui le définit.
2. Elaboration d'une nomenclature des postes : l'application des nouvelles dispositions conventionnelles a permis d'alléger la nomenclature des postes par la mise en place d'une nouvelle matrice qui consiste à l'élimination de 323 postes fictifs sur lesquels n'était positionné aucun agent, de ce fait elle est passée de 726 à 403 postes d'emploi 13 filières et 49 domaines d'activités.
3. Le régime indemnitaire : le diagnostic a montré l'existence d'une multitude de primes et indemnités qui déséquilibrent la structure du système de rémunération. La régie indemnitaire a été réaménagée, donnant ainsi à la rémunération, son véritable caractère économique.

En 2014, Saidal a révisé son mode de gestion des ressources humaines. Il est basé sur les compétences de jeunes travailleurs et leur émergence au niveau des différents postes de commandement.

- ✓ De nouvelles procédures et instructions de gestion ont été élaborées et diffusées pour harmoniser les règles de gestion du personnel, en collaboration avec les différentes structures, ont permis la mise en place de la nouvelle organisation .
- ✓ Automatisation de la fonction gestion du personnel, avec la mise en place d'un système de la paie et du personnel (SCRABBLE). Ce système comprend tous les modules de la fonction (tableau de bord, traitement de la paie, gestion du temps, gestion de carrière,...), dont l'objectif de ramener au niveau central, tous les paramètres influant sur la position du personnel et sur l'évolution de leur carrière.

- ✓ De nouvelles procédures et instructions de gestion ont été élaborées et diffusées pour harmoniser les règles de gestion du personnel, en collaboration avec les différentes structures, ont permis la mise en place de la nouvelle organisation .

1.1.7. Les affaires réglementaires

Les activités de la direction affaires réglementaires sont les suivantes:

- ✓ Dépôt de 26 dossiers pharmaceutiques sous format CTD au niveau de l'agence nationale des produits pharmaceutiques (ANPP) pour le renouvellement et/ou modification de leur décision d'enregistrement.
- ✓ Veille et suivi réglementaire des noms de marque du groupe Sidal.
- ✓ Obtention de 11 décisions d'enregistrement renouvelées et/ou modifiées.
- ✓ Accompagnement des nouveaux sites de production pour l'obtention des décisions d'exploitation.

1.1.8. Engagement social et environnemental

L'entreprise a pris conscience de l'importance de la qualité, de l'environnement et de la santé humaine depuis sa création. Pour cela, Sidal a mis en place un système qualité et environnement, ISO26000.

La direction management qualité a été créée en 2004. Elle a pour mission de mettre en œuvre des actions de formations en vue d'habiliter des auditeurs internes pour l'ensemble de la société (rapport de gestion, 2003). En 2006, Sidal a obtenu la certification ISO 9001, version 2000(gestion de l'assurance qualité pour la conception, le développement, la production et les installations).

En 2013, Sidal a pris conscience de la nécessité de la responsabilité sociétale dans les actions suivantes (rapport de gestion 2013):

- Une mise en place du programme de rapprochement inter laboratoire ;
- Harmonisation du système documentaire ;
- Projet d'accompagnement à l'accréditation « ISO17025 » des laboratoires contrôle qualité des sites de Constantine, el Harrach et Médéa.
- Le lancement du projet ISO26000 : responsabilité sociétale des organisations.

Relation de la société avec les employés

En termes de gouvernance, l'entreprise est basée sur le dialogue, la communication et l'incitation avec tous les employés.

Au niveau du groupe Sidal, il existe un syndicat de travailleurs qui porte sur la mise en place de nouveau système de rémunération.

Des procédures de rationalisation des effectifs au sein de Saidal, avec :

- Un recrutement ciblé et conforme aux besoins.
- Arrêt de tout recrutement non justifié.
- Valorisation des ressources humaines.

Relation de l'entreprise avec les parties prenantes externes

Au moyen de la gouvernance, Saidal, a pu renforcer ses relations avec les différentes parties prenantes, particulièrement, les fournisseurs, les clients, les pouvoirs publics, les salariés...

Relation avec les fournisseurs

L'entreprise cherche à établir de bonnes relations avec ses fournisseurs à travers la négociation et du respect des délais.

Saidal a deux types de fournisseurs, soit locaux soit étranger. Concernant les fournisseurs locaux, le règlement se fait en espèces. Par conte, les fournisseurs étrangers sont régler par le moyen de crédit documentaire.

La gouvernance d'entreprise, a permet d'avoir de bonnes relations de la société avec ses différents fournisseurs, basée sur la confiance et le respect des échéances en matière de paiements.

Relation avec les clients

L'entreprise cherche à satisfaire et fidéliser les nouveaux clients et de gardes ces anciens, en leur proposant des produits de qualité et aux meilleurs prix.

Relation avec les banques

Basée sur la confiance et le respect des délais de règlement des créances.

Relation avec les pouvoirs publics

- La transparence dans les déclarations à l'administration fiscale.
- La comptabilité de l'entreprise est conforme avec les nouvelles règles du SCF.
- Une relation de confiance entre l'entreprise et les pouvoirs publics, a travers le respecter des lois et des règlements, en ce qui concerne la tenue de ses comptes.

1.1.9. Le développement du partenariat

Les nouvelles relations de la société avec ses partenaires sont basées sur la complémentarité partenariale, la rentabilité et la durabilité de l'opération engagée.

Les associations réalisées par Saidal, recouvrent différentes formules : partenariats industriel et commercial, cessions de licences et création de sociétés conjointes. Parmi les paramètres qui déterminent chaque association, figurent à la base, la crédibilité des partenaires, la loyauté des engagements et la confiance mutuelle.

Le développement du partenariat, pour Saidal, constitue un levier essentiel pour la réalisation des objectifs à travers le transfert de technologie et du savoir-faire, lui permettant ainsi de se conformer aux exigences et aux normes internationales.

Section3 : Mesure de la création de valeur au sein de l'entreprise Saidal

Mesurer la création de la valeur est un acte primordial, qui s'impose au sein de la firme dans la mesure où notre objectif de la recherche est d'étudier la création de la valeur, nous allons dans cette section mettre en pratique des méthodes d'analyse en procédant au calcul de la valeur créée au sein de l'entreprise Saidal.

La plupart des recherches révèlent que la bonne gouvernance affecte positivement sur la création de la valeur, nous anticipons un impact positif à posé l'hypothèse suivante :

H0 : La gouvernance à Saidal n'a pas créé la valeur**H1 : La gouvernance à Saidal crée la valeur**

Pour tester l'hypothèse nous avons effectué une étude sur la société Saidal cotée à la bourse d'Alger, à partir de 1999, c'est-à-dire une étude réalisée sur une période de 20 ans, car l'étude de l'impact du processus de gouvernance sur la valeur de l'entreprise nécessite une étude à long terme (sur plusieurs années), et par conséquent, l'étude de l'impact de la gouvernance sur la création de valeurs.

Notre démarche est basée sur l'étude de cas de Saidal dont le sens où ce travail est fondé sur plusieurs comparaisons dont Saidal est le principal facteur. La première comparaison porte sur une entreprise étatique cotée en bourse. La deuxièmement, sur une autre entreprise pharmaceutique privée. Et finalement des comparaisons avec la bourse et le PIB.

Dans l'objectif de mener à bien notre recherche, des rapports d'activités de Sidal ont été obtenus auprès de leur direction financière, des informations boursières et des rapports annuels sont consultés sur le site de la COSOB.

Tableau N°02: Comparaison entre la rentabilité de Saidal et El Aurassi

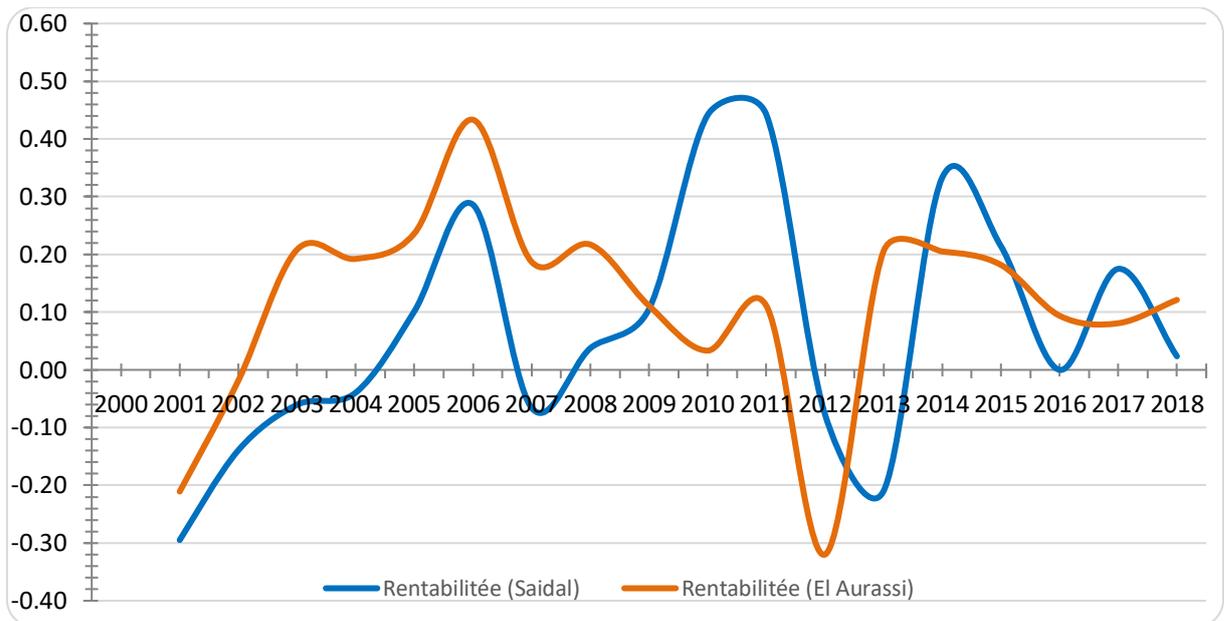
Année	Cours d'action (Saidal)	Dividende (Saidal)	Cours d'action (El Aurassi)	Dividende (El Aurassi)	Rentabilité (Saidal)	Rentabilité (El Aurassi)
2000	780	20	370	20	/	/
2001	510	40	270	22	-0,29	-0,21
2002	430	9	240	25	-0,14	-0,02
2003	380	24	260	30	-0,06	0,21
2004	345	20	275	35	-0,04	0,19
2005	360	20	300	40	0,10	0,24
2006	440	23	385	45	0,29	0,43
2007	400	11	410	47	-0,07	0,19
2008	380	35	450	49	0,04	0,22
2009	385	35	450	50	0,11	0,11
2010	520	35	450	15	0,44	0,03
2011	715	35	500	0	0,44	0,11
2012	620	40	340	0	-0,08	-0,32
2013	450	40	390	20	-0,21	0,21
2014	560	40	440	30	0,33	0,21
2015	640	40	480	40	0,21	0,18
2016	600	40	495	30	0,00	0,09
2017	660	45	495	40	0,18	0,08
2018	635	40,5	525	30	0,02	0,12

Source : Réalisé par nous même à partir des données relatives aux deux entreprises.

Selon ce tableau, nous constatons que la rentabilité de Saidal est négative durant les premières années et entre 2011 et 2012, qui s'expliquent par la baisse du cours de l'action et il est positif de 2005 jusqu'à 2011 et de 2014 à 2018, suite à l'évolution de prix de l'action.

Par contre, la rentabilité d'El Aurassi est négative durant les deux premières années puis enregistre une rentabilité positive durant le reste des années.

Figure N°08: Comparaison entre la rentabilité de Saidal et El Aurassi



Source : Réalisé par nous même à partir des données relatives aux deux entreprises.

Dans ce graphe, nous remarquons qu'El Aurassi est mieux rentable que Saidal. Les deux entreprises n'ont pas été performantes en 2001 et en 2012 car elles ont subi les contraintes de l'économie du pays (baisse des prix du pétrole). Cela signifie que l'entreprise Saidal a pu être à des moments précis une entreprise destructrice de la valeur.

Tableau N°03: Comparaison entre le cours d'action de Saidal et El Aurassi

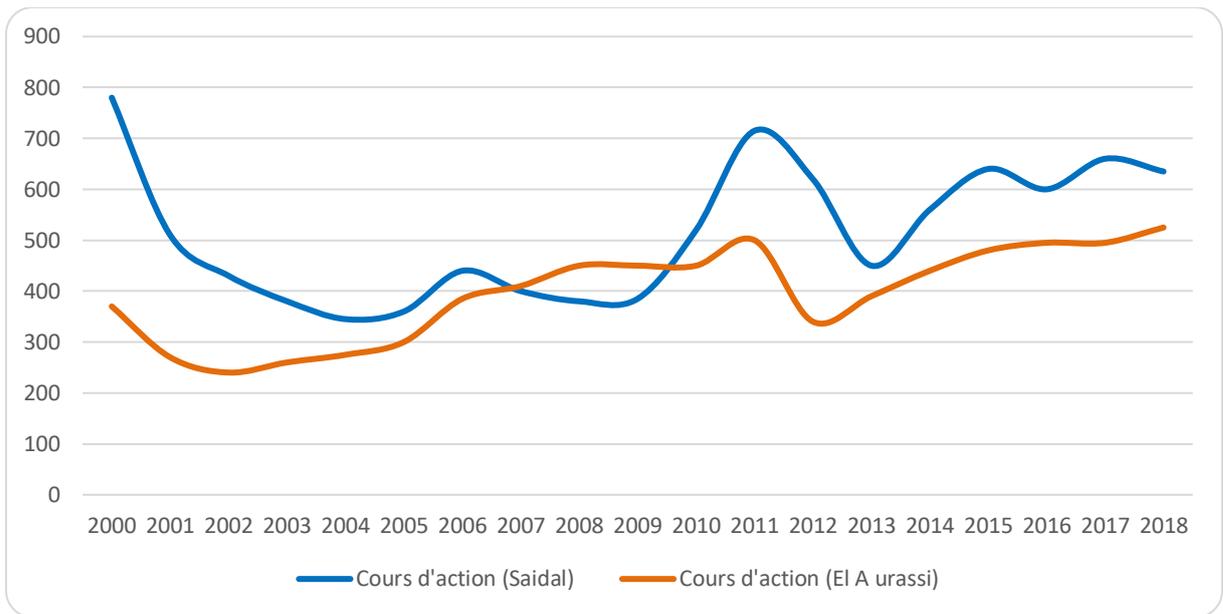
Année	Cours d'action (Saidal)	Cours d'action (El Aurassi)
2000	780	370
2001	510	270
2002	430	240
2003	380	260
2004	345	275
2005	360	300
2006	440	385
2007	400	410
2008	380	450
2009	385	450
2010	520	450
2011	715	500
2012	620	340
2013	450	390
2014	560	440
2015	640	480
2016	600	495
2017	660	495
2018	635	525

Source : Réalisé par nous même à partir des données relatives aux deux entreprises.

Le cours de l'action du groupe Saidal sur la Place d'Alger s'est effondré rapidement depuis son introduction en bourse, en 1999 en passant de 765 DA à 345 DA en 2004. Par la suite, le cours de l'action s'est amélioré pour atteindre un pic en 2006 à 440 DA avant de chuter à nouveau, puisque l'action SAIDAL était cotée à 380 DA en fin d'exercice 2008. Puis, le cours de l'action Saidal augmente à pour atteindre 715 en 2011. À la fin, il a rechuté à partir de l'année 2012 jusqu'à 2018.

Néanmoins, le cours d'action d'El Aurassi enregistre une baisse durant les 3 premières années. Après, elle enregistre une amélioration sur toute la période, entre 2003 à 2018, le cours de l'action augmente de 260 à 525 dinars.

Figure N°09: Comparaison entre le cours d'action de Saidal et El Aurassi



Source : Réalisé par nous même à partir des données relatives aux deux entreprises.

Saidal, durant toute la période a perdue (0.16 de la valeur) de son cours d'action, par contre El- Aurassi gagner (0.41 de la valeur de son cours), cela reflète que Saidal est relativement plus destructrice de la valeur.

Cette fluctuation de la valeur de l'action de Saidal, n'a pas de relation avec ses résultats cela revient essentiellement à l'offre et la demande du marché financier qui reste toujours inactif, et qui n'a pas réussi à attirer de nouveaux actionnaires.

Tableau N°04: Comparaison entre le cours d'action de Saidal et Biopharm

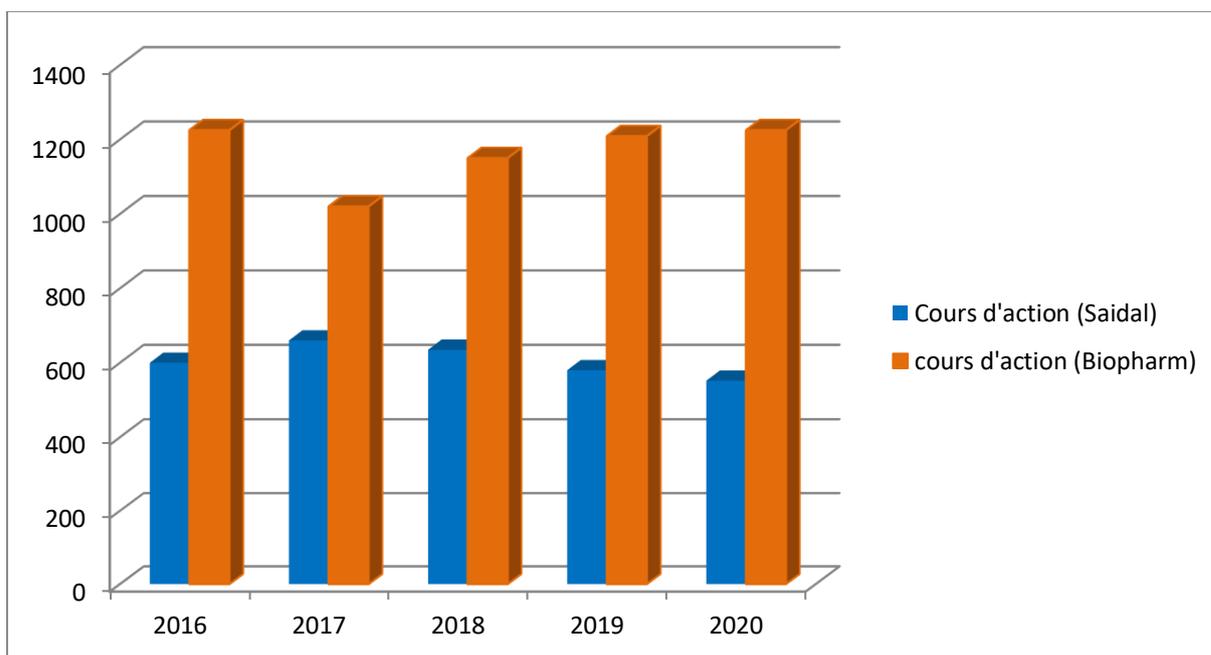
Année	Cours d'action (Saidal)	cours d'action (Biopharm)
2016	600	1 225
2017	660	1 020
2018	635	1 150
2019	580	1 209
2020	552	1 225

Source : Réalisé par nous même à partir des données relatives aux deux entreprises.

Selon ce tableau, la société Biopharm a connu une baisse de la valeur de l'action durant les deux premières années après, a pu récupérer la valeur de ses actions.

Concernant la société Saidal, a enregistré une baisse durant toute la période. Donc Saidal n'a pas créé une valeur, mais détruite de la valeur.

Figure N°10: Comparaison entre le cours d'action de Saidal et Biopharm



Source : Réalisé par nous même à partir des données relatives aux deux entreprises.

Tableau N°05: Comparaison entre le cours d'action et l'indice boursier

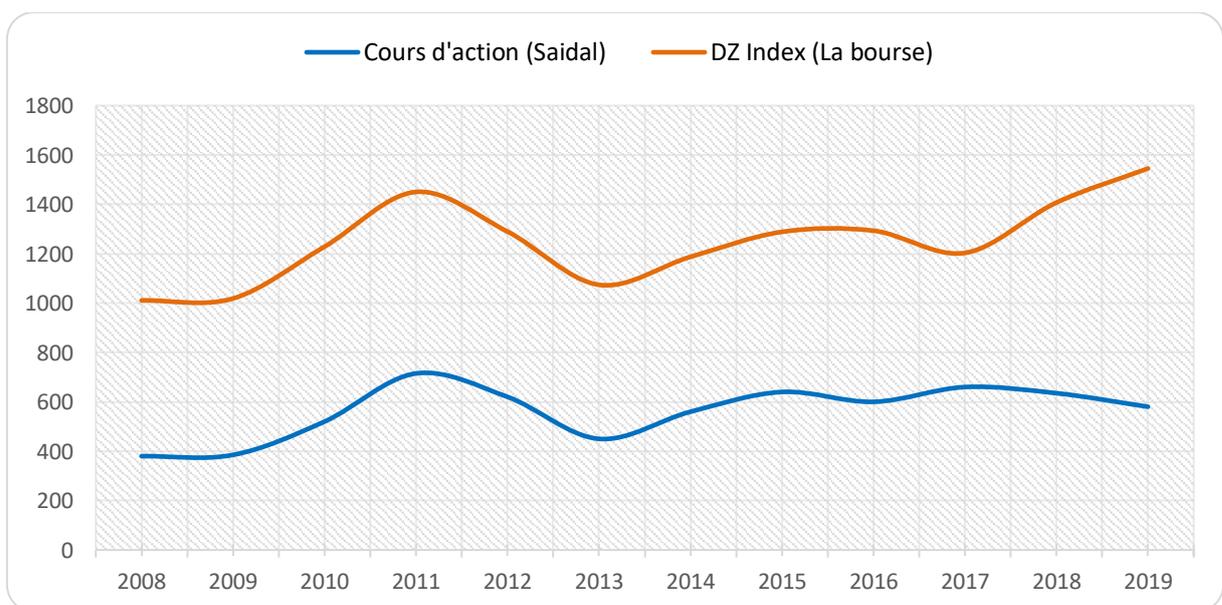
Année	Cours d'action (Saidal)	DZ Index (La bourse)
2008	380	1010,886
2009	385	1018,663
2010	520	1228,616
2011	715	1450,262
2012	620	1289,512
2013	450	1073,891
2014	560	1187,389
2015	640	1288,516
2016	600	1293,288
2017	660	1203,206
2018	635	1407,345
2019	580	1545,36

Source : Réalisé par nous même à partir des données relatives aux deux entreprises.

Dans ce tableau, le cours boursier est augmenté de l'année 2008 jusqu'à l'année 2012 de 380 à 620. À présent, il chute en 2013. À la fin, il récupère l'augmentation à partir de l'année 2014.

D'autre côté, le cours d'action de Saidal prend le même rythme que l'indice boursier de l'année 2008 jusqu'à 2015. Mais, à la fin le cours d'action diminue en raison de l'inactivité de la bourse d'Alger.

Figure N°11: Comparaison entre le cours d'action et l'indice boursier



Source : Réalisé par nous même à partir des données relatives aux deux entreprises.

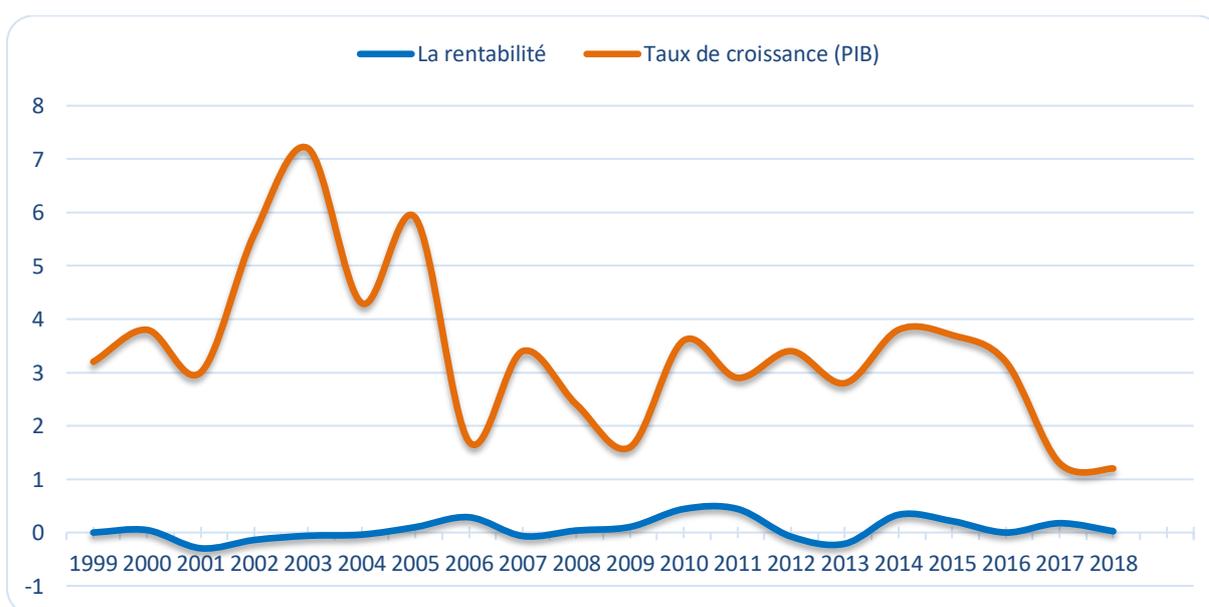
Tableau N°06: Comparaison entre la rentabilité et le taux de croissance du PIB

Année	Cours d'action	Dividende (Saidal)	La rentabilité	Taux de croissance (PIB)
1999	765	36	0	3,2
2000	780	20	0,05	3,8
2001	510	40	-0,29	3
2002	430	9	-0,14	5,6
2003	380	24	-0,06	7,2
2004	345	20	-0,04	4,3
2005	360	20	0,10	5,9
2006	440	23	0,29	1,7
2007	400	11	-0,07	3,4
2008	380	35	0,04	2,4
2009	385	35	0,11	1,6
2010	520	35	0,44	3,6
2011	715	35	0,44	2,9
2012	620	40	-0,08	3,4
2013	450	40	-0,21	2,8
2014	560	40	0,33	3,8
2015	640	40	0,21	3,7
2016	600	40	0,00	3,2
2017	660	45	0,18	1,3
2018	635	40,5	0,02	1,2

Source : Réalisé par nous même à partir des données internes à l'entreprise et le site :

<https://donnees.banquemondiale.org/indicateur/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=DZ>.

Figure N°12: Comparaison entre la rentabilité et le taux de croissance du PIB



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

Lorsque la courbe monte cela signifie que le PIB augmente d'année à une année, on peut donc affirmer que sur la période comprise entre l'année 1999 et l'année 2005, le pays connut une phase de croissance économique. Dans cette durée, la rentabilité de Sidal est négative.

Lorsque la courbe descend, cela signifie que le PIB diminue d'année à une année, on peut affirmer que sur la période comprise entre l'année 2006 et l'année 2018, le pays connut une phase de récession. Sidal a connu une augmentation de rentabilité de même période.

Tableau N° 07: Evolution de la rentabilité économique

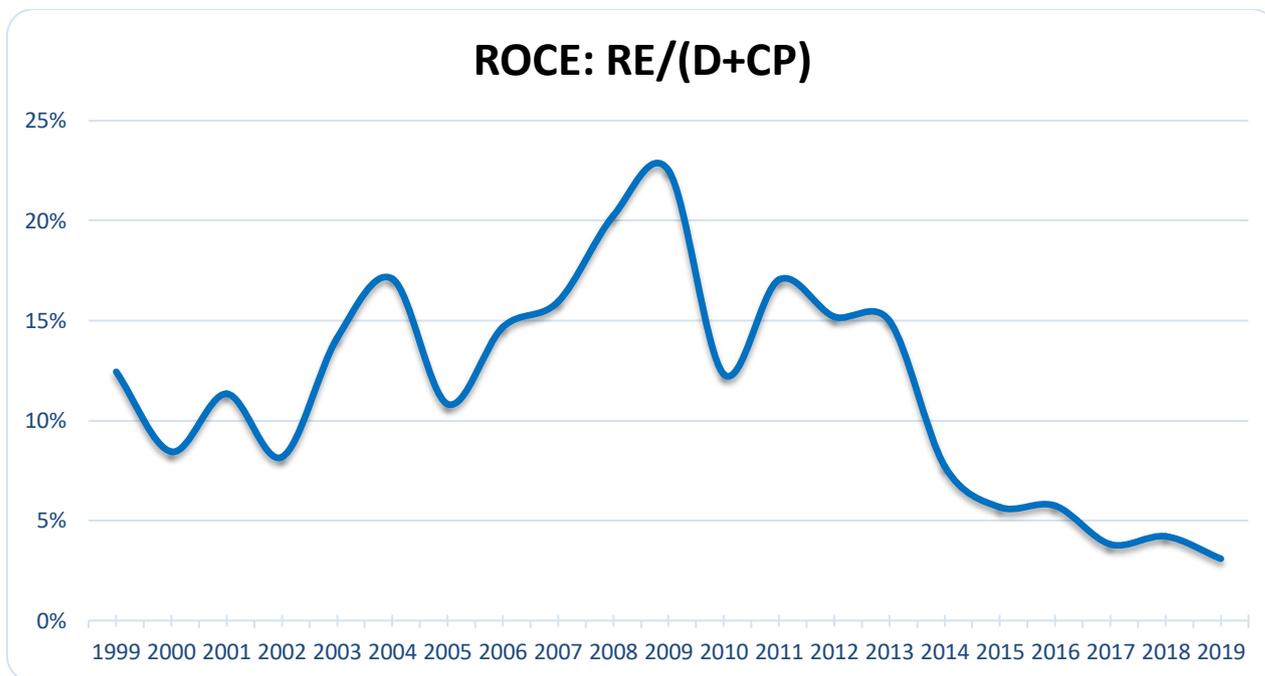
Année	Résultat d'exploitation	Capital économique	ROCE: RE/(D+CP)
1996	585 220 650	7 305 081 577	0,08
1997	794 184 075	6 870 235 078	0,12
1998	875 493 134	7 721 652 020	0,11
1999	942 991 921	7 578 835 127	0,12
2000	615 559 987	7 288 831 852	0,08
2001	755 465 767	6 659 712 431	0,11
2002	566 394 100	6 924 934 998	0,08
2003	1 032 401 846	7 305 583 459	0,14
2004	1 311 453 988	7 672 095 446	0,17
2005	864 953 730	7 988 470 390	0,11
2006	1 219 665 503	8 310 236 245	0,15
2007	1 411 993 594	8 854 532 269	0,16
2008	2 108 769 706	10 415 470 214	0,20
2009	2 912 981 749	12 939 523 465	0,23
2010	1 649 967 193	13 388 133 489	0,12
2011	2 624 059 985	15 390 823 611	0,17
2012	2 522 169 351	16 598 247 032	0,15
2013	2 946 399 282	19 659 483 064	0,15
2014	1 618 736 152	20 973 828 082	0,08
2015	1 433 808 242	25 287 447 583	0,06
2016	2 093 143 975	36 437 238 824	0,06
2017	1 480 241 680	38 826 093 716	0,04
2018	1 293 874 389	30 720 316 355	0,04
2019	995 109 064	32 179 544 684	0,03

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

Le tableau indique une baisse de la rentabilité économique de l'année 1999 jusqu'à l'année 2005, en passant de 17% à 11%, puis une amélioration continue de la rentabilité, entre

l'année 2006 et 2009 qui passe de 15% à 23%, puis elle rechute en 2010 et s'améliore encore une fois entre 2011 et 2013 et enfin elle rechute entre 2014 et 2019.

Figure N°13: Evolution de la rentabilité économique.



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

L'amélioration de la rentabilité entre 2006 et 2009 montre que Sidal arrive à maîtriser ses financements.

La baisse de la rentabilité peut s'expliquer par l'augmentation des capitaux investis ainsi qu'au ralentissement de la croissance du résultat d'exploitation et l'augmentation des consommations intermédiaires et des frais du personnel.

Tableau N°08: comparaison entre le bénéfice par action et le dividende par action

Année	Bénéfices (Saidal)	Nombre d'action	BPA: RN/nombre d'action	Dividende (Saidal)
1999	721 774 513	10 000 000	72,18	36
2000	271 109 220	10 000 000	27,11	20
2001	379 810 901	10 000 000	37,98	40
2002	263 571 230	10 000 000	26,36	9
2003	482 290 897	10 000 000	48,23	24
2004	456 231 450	10 000 000	45,62	20
2005	430 555 201	10 000 000	43,06	20
2006	547 483 833	10 000 000	54,75	23
2007	872 149 771	10 000 000	87,21	11
2008	1 328 601 110	10 000 000	132,86	35
2009	2 871 813 551	10 000 000	287,18	35
2010	1 102 191 923	10 000 000	110,22	35
2011	2 060 480 316	10 000 000	206,05	35
2012	1 965 160 951	10 000 000	196,52	40
2013	2 658 147 327	10 000 000	265,81	40
2014	1 477 751 553	10 000 000	147,78	40
2015	1 143 817 991	10 000 000	114,38	40
2016	1 509 161 605	10 000 000	150,92	40
2017	1 376 295 648	10 000 000	137,63	45
2018	1 174 214 391	10 000 000	117,42	40,5

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

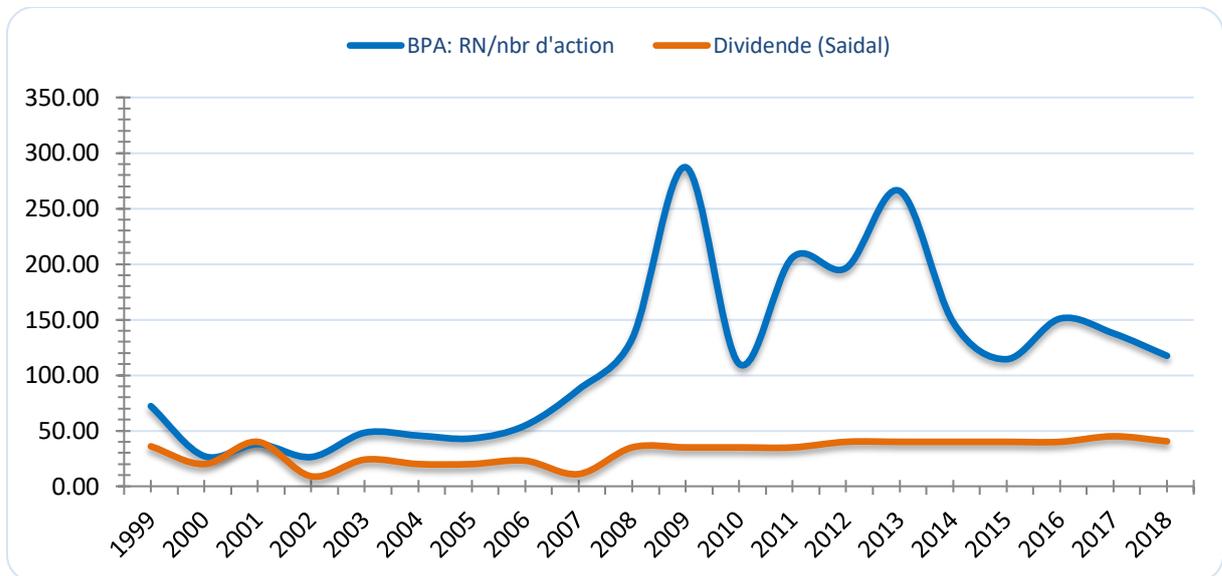
Le tableau montre que le bénéfice par action de Saidal est en dégradation dans les premières années qui suivent la cotation, puis en amélioration, de l'année 2003 jusqu'à 2013 il passe de 48,23 à 265,81, et enregistre une baisse encor une fois à partir de l'année 2014.

Nous enregistrons en 2000 une évolution négative de 45% par rapport au dividende distribué à l'année d'introduction (36 DA), suivi d'une importante évolution en 2001 soit 40 DA pour un dividende distribué ;

- En 2002 et 2007, on constate une baisse de dividende jusqu'à 9 DA en 2002 et 11DA en 2007.
- Ensuite, le dividende était constant à 35DA pour les années 2008 jusqu'à 2011.
- Après une forte augmentation en 2012 jusqu'à 40 DA.
- Il reste constant pour de l'année 2013 jusqu'à 2016.
- Puis augmente en 2017 et rechute en 2018 (40.5).

La distribution des dividendes dépend essentiellement de l'assemblée générale des actionnaires et aussi de la stratégie de l'entreprise.

Figure N°14: comparaison entre le bénéfice par action et le dividende par action.



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

Dans ce schéma, on remarque :

Le bénéfice par action (BPA) est trop faible entre 1999 et 2007, le groupe Saidal distribue la majorité des bénéfices sous forme dividende donc n'a pas réalisé des opérations d'autofinancement.

Le bénéfice par action (BPA) est assez élevé de 2008 jusqu'à 2018, les entreprises préfèrent généralement le réinvestissement d'une partie importante des revenus excédentaires au lieu de verser des dividendes importants.

Parmi les investissements réalisés par le groupe Saidal en 2018 est, on cite :

- Installation générales et agencement.
- Equipements et outillages de production et de laboratoires.
- Bâtiments et équipements informatiques.

Discussion des résultats

Saidal est créatrice de valeurs à partir de l'année de cotation. Selon l'étude, la gouvernance de l'entreprise a un effet positif sur la valeur et la création de la richesse pour cette société, après son introduction à la bourse d'Alger. Cela veut dire que la nouvelle organisation de Saidal, et la mise en place des pratiques de la gouvernance, par l'audit interne et les mécanismes d'incitations et de contrôle ont abouti à un résultat positif sur la création de valeurs, dans le sens où Saidal a développé des partenariats très intéressants à long terme surtout avec les danois, qui exigent l'adoption de bonnes pratiques de la gouvernance. L'objectif de la gouvernance est l'accroissement de l'efficacité de la firme en lui permettant de créer de la valeur à long terme.

Nous remarquons qu'il existe des similitudes concernant l'amélioration des résultats de Saidal, généralement, pour les années 2006 à 2009, Une amélioration continue de la rentabilité économique est remarquée, entre l'année 2006, 2009.

L'étude montre que la société est génératrice de valeurs durant cette période (2006 à 2009). C'est-à-dire le taux de rendement est supérieur au coût du capital, d'un côté, et de l'autre, les résultats obtenus après la rémunération des ressources apportées par les actionnaires sont satisfaisants. Cela implique que la gouvernance au sein de la société n'a eu un effet positif sur la création de richesse qu'après quelques années de l'introduction de Saidal en bourse.

L'étude montre qu'avant 2006 et après 2009, la société est relativement destructrice de la valeur. C'est-à-dire que les rendements sont inférieurs au coût du capital.

La Baisse des résultats, est due principalement à

Le lancement du plan développement, qui concerne les opérations suivantes :

- ✓ Extension : du site Médéa et l'usine de Constantine (usine d'insuline).
- ✓ Modernisation du site El Harrach, Gué Constantine, Dar El Beida, et Batna.
- ✓ Réalisation de deux structures de soutien :
 - Centre de recherche et développement (Sidi Abdellah).
 - Laboratoire de bioéquivalence (Alger).
- ✓ Réalisation de 06 nouvelles usines de production :
 - Zimirli (forme sèche).
 - Cherchell (forme sèche et sachet).
 - Annaba (forme sèche).

-
- Constantine2 (forme liquide et spray).
 - Constantine3 (biotechnologie, vaccin et bio médicaments).
 - Oued smar (oncologie).

L'amélioration des résultats pendant cette période est due à

- ✓ Elaboration du plan stratégique 2002-2011, dont l'objet principal est la croissance de la rentabilité des capitaux et la définition des axes stratégiques de la société pour optimiser la création de la richesse en investissant dans la gamme qui permet le meilleur rapport input-output (rapport de gestion, 2003)
- ✓ Le développement des accords de partenariat, qui est considéré par la société comme « axe stratégique important», pour assurer l'élargissement de son activité avec l'augmentation des capacités de production, et l'amélioration de manière continue de l'image de Sidal, qui suscite la confiance de l'ensemble des parties prenantes. (Rapport de gestion2004)
- ✓ La société a suivi une politique basé sur l'investissement humain et la gamme sélective. (Rapport de gestion, 2005).

Pour conclure, la deuxième hypothèse que la gouvernance à Sidal crée la valeur, est validée.

Conclusion

Une des premières entreprises algériennes qui a adopté les principes de gouvernance, est la société Sidal. Elle représente un exemple incitatif et motivant pour les autres entreprises algériennes, ceci, à travers notamment son introduction en bourse en 1999.

L'ouverture du capital, l'adhésion de la société en bourse, la présence de nouveaux actionnaires, ont généré un nouveau mode de fonctionnement. En effet, une discipline plus rigoureuse a été instaurée, la prise de décision et la fonction de contrôle sont attribuées en fonction des compétences, pour être en capacité de réaliser les objectifs assignés.

Pour mesurer la création de la valeur au sein de Sidal, nous avons utilisé une comparaison avec d'autres entreprises et avec l'économie du pays. L'évolution des résultats à partir de l'année de la cotation permet de déterminer l'effet de la gouvernance, suite aux changements induits par la cotation, en matière d'organisation de l'entreprise et des mécanismes de contrôle, ainsi qu'aux décisions stratégiques.

Selon notre étude, l'impact positif de la mise en place d'un ensemble de mécanisme de gouvernance au sein d'une organisation sur la création de valeur interne et boursière. Cependant, d'un point externe, la rentabilité révèle la destruction de la valeur, ce qui s'explique par la variation baissière des cours des actions.

Conclusion générale

Conclusion générale

Au terme de cette étude, nous avons incité de montrer que la gouvernance d'entreprise a un impact positif sur la valeur de l'entreprise, en définissant ses objectifs, les moyens de les atteindre, et en contrôlant les résultats obtenus dans le but d'introduire plus de transparence dans sa gestion. C'est un processus qui favorise la diffusion de toutes les informations nécessaires à toutes les parties prenantes.

Il fait référence aux relations entre la direction de l'entreprise, le conseil d'administration, les actionnaires et les autres parties prenantes.

Alors que la mise en œuvre de bonnes pratiques de gouvernance s'est accrue, avec la mondialisation des marchés, la libéralisation des échanges et le développement de nouvelles technologies

Une étude menée par l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a révélé que certains aspects fondamentaux de la gouvernance d'entreprise jouent un rôle essentiel dans l'amélioration des performances et la maximisation de la valeur.

L'entreprise algérienne, et surtout l'entreprise publique, est par conséquent, face à un défi de compétitivité sur les marchés national et international. Dans ce contexte, l'enjeu de la gouvernance d'entreprise devient capital, et ce, pour mettre en place un climat de confiance durable, entre les partenaires nationaux et internationaux de l'entreprise.

Une des premières entreprises algériennes qui a adopté les principes de gouvernance, est la société Sidal. Elle représente un exemple incitatif et motivant pour les autres entreprises algériennes, ceci, à travers notamment son introduction en bourse en 1999. Sidal a adopté les principes internationaux de la gouvernance dès son partenariat avec le partenaire Danois (laboratoire Novo Nordisk) qui lui a exigé une charte éthique, en 2012. Depuis, l'entreprise a entamé l'application des clauses de cette charte. Plusieurs mécanismes internes de gouvernance existent à Sidal. Ce qui lui permet de réduire au maximum les conflits d'intérêts, et d'assurer une création de valeur par la diminution des coûts d'agences et rendre l'entreprise plus performante. Le conseil d'administration, l'assemblée générale, la direction le comité d'audit et autres sont tous des organes qui permettent de développer souvent des mécanismes décisionnels plus inclusifs et donc plus efficaces. La lenteur de ces procédures est largement compensée par les bénéfices que tire la société de la participation de l'ensemble de ses compétences et responsables.

La gouvernance au sein de Sidal a permis une gestion basée sur la détermination des droits et des obligations des différents acteurs de l'entreprise, dans un cadre de plus en plus transparent. La transparence en terme interne se fait par la définition des objectifs et des

moyens pour les réaliser, par le suivi de leur l'exécution, ainsi que la définition du système de rémunération (salaires, primes et les formations correspondantes à chaque poste). Tandis qu'en externe, l'entreprise publie périodiquement ses résultats de gestion certifiés par les commissaires aux comptes et les diffuse à qui de droit.

La gouvernance a permis à la société Saidal d'être plus performante, d'avoir des perspectives stratégiques plus larges, d'attirer des partenaires (nationaux et étrangers) et de réaliser de nouveaux investissements. La société est devenue plus compétitive face à une concurrence difficile et à des contraintes de l'économie nationale de plus en plus importantes.

Des manques, voire des faiblesses, sont constatées au sein de la société d'où la nécessité de les traiter, pour atteindre les objectifs de l'entreprise, tels que : la nomination des dirigeants par le PDG du groupe, l'implication du conseil d'administration dans la vision stratégique, la séparation du pouvoir de la propriété et celui de la gestion, au demeurant non encore réalisée ainsi que l'absence de comités (comité de rémunération, de nomination, ...etc.).

L'ouverture du capital, l'adhésion de la société à la bourse d'Alger, et la présence de nouveaux actionnaires, ont généré un nouveau mode de fonctionnement. En effet, une discipline plus rigoureuse a été instaurée, la prise de décision et la fonction de contrôle sont attribuées en fonction des compétences pour permettre à la société d'être en capacité de réaliser les objectifs assignés.

L'étude de l'évolution de rentabilité économique, montre que le groupe est créateur de la valeur, notamment durant la période (2006 à 2009). Cette création peut être tout à fait relative pendant les périodes difficiles qu'affronte l'économie algérienne, surtout durant les dernières années. Mais, néanmoins, cette société à toujours trouver les possibilités pour maintenir le développement de son activité.

Pour mesurer la création de la valeur au sein de Saidal, nous avons utilisé une étude comparative avec une Biopharm (une entreprise privée qui exerce dans le même secteur d'activité) et El Aurassi (une entreprise publique qui est confrontée à la même problématique dans le sens où elle est à la bourse d'Alger dans les mêmes conditions). Nous avons également étudié l'évolution de la performance de Saidal en comparaison à la performance de

Bibliographie

Ouvrage :

- BLACK.A, WRIGHT.P, BALCHMAN.J, « Gestion de la valeur actionnariale » Dunod, Paris, 1999.
- BOGLIOLO.Felix, « La Création de Valeur », D'organisation, Paris, 2000.
- C.HOARAU, R.TELLER, « Création de valeur et management de l'entreprise », éd Vuibert, Paris, 2001.
- C.HOARAU, «Analyse et évaluation financière des entreprises et des groupes », éd Vuibert, Paris, 2008.
- COPELAND.T, KOLLER.T, MURRIN.J, « La stratégie de la valeur », éditions : d'Organisation, Paris, 2002.
- EBONDO Eustache, Wa Mandzila, « Gouvernance de l'entreprise, une approche par l'audit et le contrôle interne » Edition, L'Harmattan, année 2005.
- Franck. B et Usha R. Mittoo, « Théorie et pratique de l'évaluation d'entreprise », analyse financière N°48, septembre, 2013.
- F. PIERRE, E. Besançon « Valorisation d'Entreprise », Ed, d'Organisation, Paris, 2004.
- G. CHARREAUX (1997), « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », in Charreaux G. (1997), le gouvernement des entreprises, édition Economica, paris.
- G.CHARREAUX, L'actionnaire apporteur de ressources cognitives, revue française de gestion, V141, n5, 200.
- G. CHARREAUX, « Le point sur la mesure de performance des entreprises », Revue Banque & Marchés, Mai- Juin 1998.
- Hélène Ploix, « gouvernance d'entreprise pour tous dirigeants, administrateurs et investisseurs », 2ème Edition, HEC Paris, 2006.
- J.Caby, G.Hirigoyen, « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise », 3éd Economica, Paris, 2005.
- Jérôme CABY, Gérard HIRIGOYEN, « création de la valeur d'entreprise » 2° Edition.
- Mottis. N et Ponsard. J-p, « Création de valeur et politique de rémunération : enjeux et pratiques », Annales des Mines, France, 2000, JUIN.
- P.Wirtz, « Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise ».
- Pierre-Yves GOMEZ « Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises françaises », Rapport au conseil d'administration de MiddleNext, Juin 2009.

- Philippe LARDY, Benoit PIG : « La gestion stratégique des coûts », édition EMS, Paris, 2001.
- THOMAS Olivier, « Création de valeur actionnariale et communication financière », DESS Ingénierie Financière, Septembre 2004.
- THAUVRON. A, « Les choix d'investissement », Edition e-thèque, Paris, 2003.

Article :

- Alfred Rappaport: professeur de finance américain « Creating Shareholder Value»1986.
- BARNETO Pascal, GREGORIO Georges, DSCG2- finance, manuel et application 2ème édition, Dunod, Paris 2009.
- Commission nationale gouvernance d'entreprise, code spécifique de bonne pratique de gouvernance des établissements de crédit, Mars 2010.
- EL HARTI Mohcine: « la gouvernance des entreprises publique marocaine : représentations et perspectives », université Abdelmalek Essaadi-tanger, Maroc.
- Fatimata Ly- BARO, Structure financière de l'entreprise, Éditeur : Economica.
- Pierre-Yves GOMEZ, Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises françaises, Rapport au conseil d'administration de MiddleNext, Nouvelle édition entièrement revue et actualisée, Mai 2015.
- Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE, septembre 2015.

Dictionnaire :

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

Site internet :

- <https://www.leaders.com.tn/article/10829-1-assemblee-generale-des-entreprises-pilier-de-la-gouvernance-d-entreprise>
- <http://www.saidalgroup.dz/fr/notre-groupe/organisation>
- www.saidalgroup.dz
- <https://donnees.banquemondiale.org/indicateur/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=DZ>
- <https://www.sgbv.dz/>

Thèses et Mémoires :

- **BENHAMMOU .O**, « L'impact du conseil d'administration comme mécanisme de gouvernance d'entreprise sur sa performance financière » Mémoire master, Ecole supérieure commerce, 2018.
- **BENNAFA .F**, « Création, Mesure et Management de la Valeur Actionnariale Cas du groupe Danone » Mémoire magister, Université Tizi-Ouzou, Novembre 2015.
- **KHERRAZ.T et KHELIL.D**, « Effet des mécanismes de gouvernance sur la création de la valeur » Mémoire master, Université Tizi-Ouzou, 2019.
- **MEDJHOUM.S et MELLAL.M**, « Effet et usage des mécanismes de gouvernance d'entreprise sur la performance financière », Mémoire master, Ecole supérieur commerce, 2018.
- **OULD LAMARA. D et REKHOUL.L**, « L'introduction des sociétés en bourse » Mémoire master, Université Tizi-Ouzou, 2015.
- **Smahane. M**, « Corporate Gouvernance et Performance des Entreprises », Groupe institut supérieur de commerce et d'administration des entreprises, Juin 2016.
- **TLAMSI. I**, « Interaction Entre l'Evaluation de l'Entreprise et la Gouvernance » Thèse de doctorat, Université MOSTAGANEM, 2018.

Table des matières:

REMERCIEMENTS

DÉDICACES

Résumé

LISTE DES FIGURES

LISTE DES TABLEAUX

Liste des abréviations

Sommaire

Introduction générale.....	A
Chapitre 01 :	1
Introduction :	2
SECTION 1 : La notion de la gouvernance d'entreprise	3
1-1Étymologie.....	3
1-2Définition de la gouvernance	3
1-3Définition de la gouvernance d'entreprise.....	4
1-4 Historique de la gouvernance d'entreprise	5
1-4-1 Les origines anglo-saxonnes sont liées à des scandales financiers.....	5
1.4.2. Les premières mesures correctrices sont prises aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne	5
1.4.3. L'arrivée du concept en France au milieu des années 1990	6
1.4.4. Les scandales financiers de l'automne 2001 suscitent, en France, de nouvelles recommandations de place, de nouvelles lois et des débats.....	7
1.5. Les pouvoirs constituant la gouvernance d'entreprise	8
1.5.1. Le pouvoir de surveillance.....	8
1.5.2. Le pouvoir exécutif.....	8
1.5.3. Le pouvoir souverain.....	9
1.6. Les principaux standards de la gouvernance d'entreprise	9
Section 2 : Les théories de la gouvernance d'entreprise	10
1. Les principales théories de la gouvernance d'entreprise	10
1.1. La théorie des droits de propriété.....	10
1.2. La théorie de l'agence.....	11
1.2.1. Les solutions aux problèmes d'agence	13
1.3. La théorie de coûts de transaction	13
Section 3 : Les mécanismes et les systèmes de gouvernance d'entreprise	14

1.	Les mécanismes de gouvernance d'entreprise.....	14
1.1.	Les mécanismes internes.....	14
1.1.1.	Le conseil d'administration.....	14
1.1.2.	Les systèmes de rémunération.....	15
1.1.2.1.	La rémunération fixe.....	15
1.1.2.2.	La rémunération basée sur des critères et mesures comptables.....	15
1.1.2.3.	La rémunération basée sur les marchés boursiers.....	15
1.1.3.	L'assemblée générale des actionnaires.....	16
1.1.3.1.	Type et fonctionnement de l'assemblée générale.....	16
1.1.4.	La surveillance mutuelle.....	17
1.2.	Les mécanismes externes.....	17
1.2.1.	Le marché financier.....	17
1.2.2.	Le marché de la dette.....	17
1.2.3.	Le marché des biens et services.....	18
1.2.4.	Marché du travail des dirigeants de l'entreprise.....	18
1.2.4.1.	Le marché interne du travail des dirigeants.....	18
1.2.4.2.	Le marché externe du travail des dirigeants.....	18
1.2.5.	Marché des prises de contrôle ou des fusions et acquisitions.....	18
2.	Les systèmes de gouvernance d'entreprise existant.....	19
2.1.	Le modèle Anglo-saxon.....	19
2.2.	Le modèle Germano-nippon.....	19
2.3.	Système hybride.....	20
	Conclusion.....	21
	Chapitre 02.....	22
	Introduction.....	23
	Section 01 : Définition et fondements théoriques de valeur et de la création de la valeur.....	24
1.	Définition de la valeur.....	24
1.1.	Définition économique de la valeur.....	24
1.2.	Définition financière de la valeur.....	24
1.3.	Définition comptable de la valeur.....	25
2.	Définition de la création de valeur.....	25
2.1.	La création de la valeur pour les actionnaires.....	25
2.2.	Création de la valeur pour les parties prenantes.....	26
3.	Origine de la création de valeur.....	26
4.	Les leviers de création de la valeur.....	28

4.1.	Les leviers stratégiques.....	29
4.1.1.	L'avantage concurrentiel.....	29
4.1.2.	Les opérations de la croissance	30
4.1.2.1.	Les opérations de croissance interne.....	31
4.1.2.2.	Les opérations de croissance externe	31
4.2.	Les leviers financiers.....	32
4.2.1.	Les rachats d'actions.....	32
4.2.2.	La gestion des prix des risques financiers	32
Section02 : Mesure de création de la valeur.....		33
1.	La valeur intrinsèque.....	33
1.1.	Les indicateurs traditionnels	33
1.1.1.	La rentabilité économique	33
1.1.1.1.	Le ROA (Return On Assets)	34
1.1.1.2.	Le ROCE (Return On Capital Employed)	34
1.1.2.	La rentabilité financière	34
1.2.	Les indicateurs financiers.....	35
1.2.1.	Cash-flow Return On Investment (CFROI).....	35
1.3.	Les indicateurs hybrides	36
1.3.1.	L'indicateur EVA.....	36
1.3.1.1.	Le coût du capital.....	37
1.3.1.1.1.	Le coût de la dette	38
1.3.1.1.2.	Le coût des fonds propres	38
2.	La valeur boursière.....	39
2.1.	Total Shareholder Return (TSR).....	39
2.2.	L'indicateur MVA	40
2.3.	Le ratio Market-to-book (M/B)	41
Section03 : Le lien entre la gouvernance d'entreprise et la création de la valeur		42
1.	Les différentes théories de la gouvernance et la création de la valeur	42
1.1.	Théorie positive de l'agence et création de valeur	42
1.2.	Théorie partenariale et création de la valeur	42
2.	Les règles de fonctionnement de la GE	45
3.	Les recommandations de la gouvernance d'entreprise	46
3.1.	La séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général.....	46
3.2.	L'alignement du comportement des dirigeants.....	47

3.2.1.	La mise en place des incitations financières.....	47
3.2.2.	La disparition des OPA	47
3.3.	La mise en place des comités spécialisés (mécanismes de contrôle).....	48
3.4.	Réduire les asymétries d'information.....	48
4.	L'impact positif de la gouvernance d'entreprise sur la création de valeur	48
4.1.	L'instauration de la confiance	49
4.2.	Le respect des intérêts des parties prenantes	49
4.3.	La prise en compte de la responsabilité sociale.....	50
	Conclusion	51
	Chapitre 03	52
	Introduction.....	53
	Section 1 : Présentation de l'entreprise Sidal.....	54
1.	Définition du groupe Sidal	54
2.	L'historique du groupe	54
3.	Les moyens du groupe Sidal	56
3.1.	Les ressources humaines	56
3.2.	Formation.....	57
4.	Organisation du groupe Sidal.....	57
4.1.	Les directions.....	57
4.2.	Les sites de production	58
4.3.	Les centres de distribution	59
4.4.	Centre de recherche et de développement (CRD)	59
5.	Les partenariats de Sidal.....	61
	Section 02 : Gouvernance d'entreprise au sein de l'entreprise Sidal	62
1.	La gouvernance dans l'entreprise Sidal	62
1.1.	Application des règles de la gouvernance au sein de Sidal.....	63
1.1.1.	Organigramme.....	63
1.1.2.	Les structures de gouvernance (les organes d'administration, de contrôle et de gestion).64	
1.1.2.1.	L'assemblée générale.....	64
1.1.2.2.	Le conseil d'administration	64
1.1.2.3.	Les organes de contrôle	65
1.1.2.3.1.	Contrôle interne au sein de la société	65
1.1.2.3.2.	Contrôle externe de la société	66
1.1.3.	La transparence et la diffusion de l'information	66
1.1.4.	Le système d'information	67

1.1.5.	Hygiène, sécurité et environnement	67
1.1.6.	Gestion des ressources humaines	68
1.1.7.	Les affaires réglementaires	69
1.1.8.	Engagement social et environnemental.....	69
1.1.9.	Le développement du partenariat	71
Section3 : Mesure de la création de valeur au sein de l'entreprise Sidal		71
Conclusion :		86
Conclusion générale.....		87

ANNEXES

Annexe N° 01 : Le cours de clôture et les dividendes des deux entreprises

Année	Cours d'action (Saidal)	Dividende (Saidal)	Cours d'action (El Aurassi)	Dividende (El Aurassi)
2000	780	20	370	20
2001	510	40	270	22
2002	430	9	240	25
2003	380	24	260	30
2004	345	20	275	35
2005	360	20	300	40
2006	440	23	385	45
2007	400	11	410	47
2008	380	35	450	49
2009	385	35	450	50
2010	520	35	450	15
2011	715	35	500	0
2012	620	40	340	0
2013	450	40	390	20
2014	560	40	440	30
2015	640	40	480	40
2016	600	40	495	30
2017	660	45	495	40
2018	635	40,5	525	30

Source : Données internes des deux entreprises.

Annexe N° 02 : L'indice boursier

Année	DZ Index (La bourse)
2008	1010,886
2009	1018,663
2010	1228,616
2011	1450,262
2012	1289,512
2013	1073,891
2014	1187,389
2015	1288,516
2016	1293,288
2017	1203,206
2018	1407,345
2019	1545,36

Source : <https://www.sgbv.dz/>

Annexe N° 03 : Les capitaux investis de la société Sidal

Année	D	CP	CI=D+CP
1999	439 374 061	7 139 461 066	7 578 835 127
2000	769 537 140	6 519 294 712	7 288 831 852
2001	563 796 580	6 095 915 851	6 659 712 431
2002	1 340 696 823	5 584 238 175	6 924 934 998
2003	1 367 787 397	5 937 796 062	7 305 583 459
2004	1 550 801 291	6 121 294 155	7 672 095 446
2005	1 785 923 773	6 202 546 617	7 988 470 390
2006	1 856 013 559	6 454 222 686	8 310 236 245
2007	1 839 046 474	7 015 485 795	8 854 532 269
2008	1 829 761 718	8 585 708 496	10 415 470 214
2009	1 678 218 688	11 261 304 777	12 939 523 465
2010	1 622 608 041	11 765 525 448	13 388 133 489
2011	1 595 341 069	13 795 482 543	15 390 823 611
2012	1 851 741 019	14 746 506 012	16 598 247 032
2013	2 911 046 961	16 748 436 102	19 659 483 064
2014	3 383 163 695	17 590 664 386	20 973 828 082
2015	4 821 513 006	20 465 934 577	25 287 447 583
2016	8 973 229 627	27 464 009 197	36 437 238 824
2017	10 894 562 658	27 931 531 058	38 826 093 716
2018	10 923 905 959	19 796 410 397	30 720 316 355
2019	10 403 266 268	21 776 278 416	32 179 544 684

Source : Données internes de l'entreprise.

Annexe N° 04 : L'évolution de résultat et le capital économique de Sidal (1996/2019)

Année	Résultat d'exploitation	Capital économique
1996	585 220 650	7 305 081 577
1997	794 184 075	6 870 235 078
1998	875 493 134	7 721 652 020
1999	942 991 921	7 578 835 127
2000	615 559 987	7 288 831 852
2001	755 465 767	6 659 712 431
2002	566 394 100	6 924 934 998
2003	1 032 401 846	7 305 583 459
2004	1 311 453 988	7 672 095 446
2005	864 953 730	7 988 470 390
2006	1 219 665 503	8 310 236 245
2007	1 411 993 594	8 854 532 269
2008	2 108 769 706	10 415 470 214
2009	2 912 981 749	12 939 523 465
2010	1 649 967 193	13 388 133 489
2011	2 624 059 985	15 390 823 611
2012	2 522 169 351	16 598 247 032
2013	2 946 399 282	19 659 483 064
2014	1 618 736 152	20 973 828 082
2015	1 433 808 242	25 287 447 583
2016	2 093 143 975	36 437 238 824
2017	1 480 241 680	38 826 093 716
2018	1 293 874 389	30 720 316 355
2019	995 109 064	32 179 544 684

Source : Données internes de l'entreprise.

Annexe N° 05 : Le taux de croissance (PIB) (1999/2018)

Année	Taux de croissance (PIB)
1999	3,2
2000	3,8
2001	3
2002	5,6
2003	7,2
2004	4,3
2005	5,9
2006	1,7
2007	3,4
2008	2,4
2009	1,6
2010	3,6
2011	2,9
2012	3,4
2013	2,8
2014	3,8
2015	3,7
2016	3,2
2017	1,3
2018	1,2

Source : <https://donnees.banquemondiale.org/indicateur/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=D>

Z

Annexe numéro 06 : Le cours d'action de clôture de l'entreprise Biopharm

Année	cours d'action (Biopharm)
2016	1 225
2017	1 020
2018	1 150
2019	1 209
2020	1 225

Source : <https://www.sgbv.dz/>

Annexe N° 07: L'évolution des bénéfices et le nombre d'action de la société Sidal

Année	Bénéfices (Sidal)	Nombre d'action
1999	721 774 513	10 000 000
2000	271 109 220	10 000 000
2001	379 810 901	10 000 000
2002	263 571 230	10 000 000
2003	482 290 897	10 000 000
2004	456 231 450	10 000 000
2005	430 555 201	10 000 000
2006	547 483 833	10 000 000
2007	872 149 771	10 000 000
2008	1 328 601 110	10 000 000
2009	2 871 813 551	10 000 000
2010	1 102 191 923	10 000 000
2011	2 060 480 316	10 000 000
2012	1 965 160 951	10 000 000
2013	2 658 147 327	10 000 000
2014	1 477 751 553	10 000 000
2015	1 143 817 991	10 000 000
2016	1 509 161 605	10 000 000
2017	1 376 295 648	10 000 000
2018	1 174 214 391	10 000 000

Source : Données internes de l'entreprise.