

L'entreprise publique cotée Vers une nouvelle politique de gouvernance pour créer de la valeur

M^{me} ASSOUS NASSIMA

Doctorante, Pr. GUENDOUIZI Brahim
Faculté des Sciences Economiques,
Commerciales et de Gestion
université Mouloud MAMMERI de Tizi-Ouzou

Résumé

Etant cotée, l'entreprise extériorise sa valeur et bénéficie d'un accès plus facile et rapide au marché des capitaux. Par ailleurs, elle ne pourra plus mener une stratégie indépendamment des objectifs des investisseurs ayant contribué à son financement. L'ouverture du capital, entraînant la séparation entre la propriété et l'activité de gestion, renforce à priori la liberté d'action et la marge discrétionnaire des dirigeants. Cela exige un encadrement du fonctionnement de l'entreprise, qui se traduit par la mise en place des mécanismes de gouvernance. L'impact de ces derniers sur la création de valeur intrinsèque nécessite la mise en place des indicateurs de mesure, qui intègrent les dimensions du système de création de valeur et apportent des précisions quant à l'origine des résultats réalisés. Tout au long de notre recherche, on tentera de répondre à la question suivante : Suite à la cotation induisant le changement du système de gouvernance, les entreprises publiques algériennes admises à la cote créent-elles de la valeur d'un point de vue interne ?

Mots clés : Gouvernance, Entreprise publique cotée, Valeur intrinsèque, Indicateur de mesure de la valeur (EVA, IV et RF).

Abstract

As listed, a company externalizes its value and hence will benefit from

a much faster and easier access to capital markets. In other hand, it can no longer pursue a strategy independently without taking into consideration the objectives of investors who contributed to its financing. The company's capital opening would result in the separation of its ownership and management. It will allow managers to strengthen their discretionary actions. This requires a framework to operate the company. It might result in the establishment of a governance mechanism. The impact on the creation of intrinsic value requires the introduction of measurement indicators, which includes various dimensions of the system to create value and provide information about the origin of the results achieved. Throughout our research, we will try to provide answers to the following question: Following to the trading inducing changes in the system of governance, Have the Algerian public companies listed in the official capital market managed to create value from an internal point of view?

Key words: Governance, listed Public Companies, intrinsic value, value measurement indicators (EVA , IV and RF).

Introduction

Etant le vecteur de la croissance et de développement économique, l'entreprise joue un rôle crucial dans l'économie. Elle est à la base de tout changement économique en suivant les fluctuations de l'environnement dans lequel elle évolue, aussi bien au niveau interne qu'externe. S'agissant de l'entreprise publique, celle-ci joue un rôle crucial dans le développement économique d'un pays, du fait qu'elle est présente dans des secteurs d'activités qui sont difficilement et rarement pris par l'initiative privée tels que : les transports, l'énergie, les télécommunications..etc. Elle contribue pleinement à l'efficience économique dans la mesure où elle assure un retour sur investissement, voire une meilleure rentabilisation des capitaux investis. Ceci étant, elle peut représenter une part substantielle du PIB, de l'emploi et même de la capitalisation boursière pour les entreprises cotées. La performance des entreprises publiques est fondamentale et déterminante, notamment dans les pays où elles occupent une place prépondérante dans leur économie.

Aujourd'hui, elles sont, de plus en plus, confrontées à la concurrence car la mondialisation, l'évolution technologique et la libéralisation de l'économie ont changé la donne. C'est une concurrence élargie provenant de plusieurs facteurs : les nouveaux entrants, les produits de substitution, l'exigence des clients et des fournisseurs et même l'Etat. Ce sont autant de facteurs qui ont conduit à la refonte et à la restructuration du secteur public. L'adaptation à ces changements augmente le besoin de financement, nécessitant la mobilisation des ressources financières notamment par voie boursière d'une part, et exige une gestion de qualité allant de pair avec l'objectif de création de valeur d'autre part. Le seul facteur qui peut à présent différencier et favoriser une entreprise par rapport à une autre est la bonne gestion, voire la bonne gouvernance. Cette dernière constitue une condition préalable à la cotation des entreprises publiques, car elle contribue à l'amélioration de leur valorisation et de ce fait elle les rend plus attractives. C'est ainsi que les pays dont le secteur public revêt une grande importance doivent mettre en place des mesures qui permettent aux entreprises publiques d'être gérées de façon professionnelle et avec des pratiques de gestion de qualité.

L'ouverture du capital par voie boursière, voire l'admission à la cote des entreprises publiques économiques implique le transfert de propriété des actifs de l'Etat vers les actionnaires privés. Un tel transfert diffère selon la part du capital cédé. Il peut être partiel dans la mesure où l'Etat demeure toujours l'actionnaire majoritaire ou total si l'Etat cède la totalité de ses actions. En Algérie, le transfert de propriété des actifs de l'Etat est partiel car jusqu'à nos jours, les entreprises publiques économiques admises à la cote n'ont pas procédé à la cession de plus de 20% de leur capital. Aussi faible soit-il, le transfert de propriété de l'Etat vers les actionnaires privés impacte principalement l'objectif central de l'entreprise concernée. En effet, la maximisation de la richesse des apporteurs de fonds et l'utilisation optimale des capitaux investis deviennent la préoccupation majeure des entreprises publiques économiques privatisées. Dès lors, des outils de mesure de la valeur doivent être mis en place pour que ces entreprises vérifient l'impact de leurs décisions sur la

maximisation de la richesse des investisseurs. Ces outils servent de variables d'actions pour les dirigeants⁽¹⁾, puisque leur décomposition apporte des précisions quant à l'origine des résultats réalisés.

La création de valeur intrinsèque est au centre de notre recherche. L'apport d'une bonne gouvernance à la création de valeur nécessite l'analyse et la vérification de l'hypothèse de notre travail, en procédant à une étude empirique permettant la mesure de cet apport.

L'objet de ce travail est de tester l'hypothèse de notre recherche portant sur la création de valeur intrinsèque, de présenter l'entreprise faisant l'objet de notre étude, d'expliquer la méthode adoptée pour mener à bien notre étude et, en fin, de discuter les résultats de notre recherche. Avant de passer à la définition et la vérification de notre hypothèse de recherche, il y a lieu de passer en revue l'origine et les caractéristiques d'une bonne gouvernance.

1-Origine et développement de la politique de gouvernance.

La notion de la gouvernance trouve ses origines d'une part dans la séparation entre la propriété et le contrôle, et d'autre part, dans la refonte de la conception de la firme considérée comme une unité homogène au sein de laquelle l'entrepreneur est à la fois actionnaire et dirigeant⁽²⁾. En effet, la firme est définie comme un nœud de contrat et conçue comme une organisation regroupant plusieurs individus ayant des intérêts différents voire conflictuels.

L'une des théories ayant contribué à l'explication de la nature des conflits organisationnels, la théorie de l'agence qui lie la présence de ces conflits à la fameuse séparation entre la propriété et le contrôle. Selon cette théorie, deux principaux agents caractérisent la présence de relation contractuelle au sein de l'entreprise. Il s'agit du principal qui est le propriétaire et de l'agent auquel est délégué une partie de pouvoir et de contrôle. Certes les relations contractuelles au sein d'une entreprise ne se limitent pas à la seule relation entre le principal et

(1) Chérif M, Dubreuil S. (2005), Création de valeur et capital-investissement, Pearson Education; France. Page 105

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

l'agent, elles s'étendent aussi aux autres parties prenantes. C'est là que la notion de la gouvernance apparaît cruciale, puisqu'elle recouvre l'ensemble des mécanismes qui délimitent l'espace discrétionnaire du dirigeant⁽¹⁾ et permettent de faire converger l'intérêt de ce dernier vers celui des propriétaires. La gouvernance constitue un moyen de discipliner et de contrôler les actions des dirigeants. Elle est donc fondée sur des principes de gestion qui permettent de résoudre les conflits nés de l'asymétrie informationnelle et de la divergence d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants. Ces principes renferment : la transparence, l'indépendance du conseil d'administration, les règles de fonctionnement des organes de direction et de contrôle et l'égalité de traitement des autres parties prenantes.

Aujourd'hui, le changement de statut des entreprises en sociétés par actions, caractérisées par la séparation des fonctions et des pouvoirs autrefois assurés par l'entrepreneur ou dirigeants-propriétaires, a nécessité la mise en place des mécanismes permettant de bien gérer les relations contractuelles au sein de ces entreprises. Dans les entreprises à capital diffus, il est difficile voire impossible aux propriétaires de s'assurer de la bonne conduite des managers quant à la réalisation et la satisfaction de leur objectif principal. C'est ainsi que la gouvernance est conçue par les économistes comme un moyen permettant d'accroître l'efficacité et la valeur, en cherchant à résoudre les conflits liés notamment à l'asymétrie informationnelle entre les acteurs. Les règles sur le gouvernement d'entreprise ont principalement pour objectif la gestion des relations entre les parties prenantes de l'entreprise notamment entre les actionnaires, la direction, le conseil d'administration, l'assemblée des actionnaires et le public. Le respect de ces règles permet aux pays de bien gérer leur développement dans un monde de plus en plus ouvert et sans frontières.

2-Les caractéristiques d'une bonne gouvernance

(1) Charreaux G , Wirtz P. (2006), Gouvernance des entreprises : N^{elles} perspectives, Economica, Paris. Page 253

Le concept de gouvernement d'entreprise recouvre les règles d'organisation et de fonctionnement des conseils d'administration et des organes dirigeants de l'entreprise. ⁽¹⁾ La gouvernance part de considération juridique sur l'encadrement du fonctionnement de l'entreprise : la définition des droits et des responsabilités de chaque partie prenante; la définition des règles de nomination des dirigeants et la gestion des situations de conflits d'intérêt. Aborder sous l'angle de la valeur, la définition de la gouvernance se réduit à l'ensemble des mécanismes et des procédures qui encadrent les décisions de création et de répartition de valeur. Ainsi pour réussir l'objectif de création de valeur, en particulier au sein d'une entreprise publique, il y a lieu de mettre en place des mécanismes assurant : la protection des droits des actionnaires en distinguant la fonction réglementaire et actionnariale de l'Etat ; la transparence ; le respect des droits des autres parties prenantes ; le contrôle des organes de décision et la définition d'un système de rémunération encourageant. Ces mécanismes expliquent la volonté des responsables de dynamiser le rôle de l'entreprise publique dans une économie de plus en plus ouverte à la concurrence.

2-1- Une définition précise de la fonction actionnariale de l'Etat Pour réussir la stratégie et les responsabilités qui incombent à l'Etat en sa qualité d'actionnaire, la distinction entre les fonctions réglementaires et actionnariales est primordiale. En effet, cette distinction permet à l'Etat de préciser ses objectifs globaux d'une façon à ne pas s'ingérer, ni s'impliquer dans la gestion quotidienne des entreprises publiques et à ne pas exercer un contrôle excessif sur ces entreprises. De ce fait, l'entreprise publique évite la multiplicité et la nature contradictoire des objectifs assignés à l'Etat.

2-2- La diffusion de l'information : source de la transparence

S'agissant d'une entreprise publique, l'Etat actionnaire doit procéder à la diffusion de toutes les informations concernant les entreprises sur lesquelles il exerce un contrôle significatif. Elles doivent être communiquées dans des rapports semestriels ou annuels agrégés qui comprennent les indications relatives à la politique de

⁽¹⁾ De la Bruselerie H. (2001), Finance d'entreprise, Economica, Paris. Page 252

l'Etat et les procédures de sa mise en œuvre ; à l'évolution du secteur public dans lequel évolue l'entreprise; à la valeur du patrimoine des entreprises et aux informations financières jugées cruciales et prépondérantes. La diffusion de l'information est déterminante aussi bien pour l'Etat actionnaire que les autres actionnaires, car elle permet d'améliorer leur connaissance et d'orienter leur action. Elle constitue un préalable pour toute action stratégique.

2-3-Le mode de fonctionnement du conseil d'administration et le contrôle des organes de décisions

Etant donné qu'il est le seul représentant des actionnaires au sein de l'entreprise, le rôle du conseil d'administration s'avère de plus en plus déterminant et crucial. Son fonctionnement dans l'intérêt de l'actionnaire se base sur des principes fondamentaux, lui permettant d'assurer à bien son activité et donc son objectif. Il s'agit principalement des principes liés à l'indépendance des membres composant le conseil et à la création de plusieurs comités dont l'objectif est de répondre aux attentes de celui-ci.

Etant un organe de contrôle, représentant collectivement l'ensemble des actionnaires⁽¹⁾, le conseil d'administration est d'autant plus performant que ses membres sont indépendants de la direction. Dans certains pays comme la France, l'indépendance est obtenue en exigeant des entreprises de limiter le nombre de dirigeants siégeant au conseil d'administration, et d'avoir une proportion minimale d'administrateurs indépendants.

2-4- Le pouvoir de l'actionnaire en assemblée et l'égalité de traitement entre les actionnaires

Une bonne gouvernance, abordée sous l'angle de la valeur, préconise que le pouvoir de l'actionnaire soit clairement bien défini et protégé. Tout obstacle entravant l'exercice de ce pouvoir en assemblée est de nature à contrarier une bonne gouvernance d'entreprise. Aujourd'hui, la bonne réputation des entreprises publiques, dont l'Etat est l'actionnaire majoritaire, dépend de la liberté de l'exercice du

⁽¹⁾ Pichet E. (2010), Le gouvernement d'entreprise dans les grandes sociétés cotées, Edition du siècle ; Paris. Page 101

pouvoir de décision, du traitement équitable des autres actionnaires et de l'accès aux informations sur l'entreprise.

3/ L'hypothèse de notre travail

Conformément aux arguments théoriques, en faveur de l'impact positif d'une bonne politique de gouvernance sur la création de valeur exposé ci-dessus, l'hypothèse principale de notre recherche est que la gouvernance affecte la création de valeur intrinsèque et externe de l'action. Plus précisément et de manière cohérente avec les développements théoriques portant sur l'origine de la gouvernance, abordés dans le premier point de ce travail, on pose l'hypothèse suivante :

3-1/ La gouvernance a un impact positif sur la création de valeur

Comme on l'avait signalé dans la présente recherche, le sujet de la gouvernance a fait l'objet de plusieurs études à la suite des changements organisationnels des entreprises. En effet, la nouvelle conjoncture économique caractérisée principalement par la concurrence, a pour principale conséquence la forte croissance de la taille des entreprises. Les besoins en capitaux de ces entreprises augmentent de plus en plus, entraînant la fragmentation de leur capital social et la perte de pouvoir des propriétaires. D'après BERLE et MEANS (1932), dès que l'entreprise n'est pas dirigée par un propriétaire-manager, des conflits d'intérêts naissent entre les propriétaires et les dirigeants. Depuis, ces problèmes d'agence causés par la fameuse séparation entre la propriété et le contrôle étaient l'objet de recherche de plusieurs auteurs tels que JENSEN et MECKLING en 1976. Ils ont donné naissance à la théorie de l'agence considérée comme l'assise des développements théoriques relatifs à la gouvernance d'entreprise. Dans leurs analyses, ces auteurs associent toute baisse ou destruction de la valeur aux problèmes d'agences nés de la séparation de la propriété et du contrôle. Dès lors, ces auteurs, en s'appuyant sur des études empiriques, attestent que la gouvernance d'entreprise est le principal moyen permettant d'aider les entrepreneurs, les actionnaires et les managers à minimiser les conflits d'intérêts et à assurer une certaine convergence vers l'objectif de création de valeur. Et ce, en incitant les dirigeants responsables des

décisions stratégiques à adopter une politique de management par la valeur, les amenant à combiner différents leviers d'actions créateurs de valeur.

Les décisions de type d'investissement et de financement comptent parmi les principaux leviers de création de valeur. Dès lors, une bonne gouvernance ne permet que d'optimiser ces décisions et elle fait en sorte qu'elles créent de la valeur pour les actionnaires⁽¹⁾. En ce qui concerne notre travail de recherche, nous testerons cette hypothèse en se contentant de l'utilisation des indicateurs de création de valeur intrinsèque, sans pour autant aller dans le détail de la définition des variables explicatives de la gouvernance (la notion n'est pas trop développée au sein des entreprises publiques algériennes, qu'elles soient cotées ou non), et ce dans deux contextes différents : avant et après la cotation de l'entreprise de gestion hôtelière EL-AURASSI. En effet, l'ouverture du capital de l'Aurassi a entraîné un changement de sa structure organisationnelle d'une part, et de son mode de contrôle d'autre part, car la cession des actions d'un organisme public sur le marché et l'entrée de nouveaux partenaires instaurent un nouveau mode de contrôle par le marché financier. Dès lors, la création de valeur dépend de l'efficacité du système de gouvernance induit par le recours à la cotation. Ceci dit, la cotation influence le mode de gouvernance adopté (mode de rémunération et de contrôle), qui lui-même influe sur les leviers fondamentaux de création de valeur, en incitant les dirigeants à plus de rigueur dans leurs choix stratégiques.

Ces changements nous offrent l'occasion de vérifier l'impact de la mise en œuvre de nouveaux mécanismes organisationnels dits de gouvernance sur la valeur. Étant donné que la gouvernance trouve ses origines dans la séparation de propriété et de contrôle, il nous semble très approprié de calculer les indicateurs de la création de la valeur avant et après la cotation pour mesurer l'impact de la gouvernance sur la création de valeur. Nous signalons qu'en général, la qualité de la gouvernance influence positivement la création de valeur, voire les leviers créateurs de cette valeur. C'est la raison pour laquelle

(1) Albouy M. (2003), Décisions financières et création de valeur, Economica, Paris. Page 413

aujourd'hui, le gouvernement d'entreprise représente un critère essentiel pris en compte par les investisseurs (actionnaires) avant de prendre leurs décisions. Une bonne gouvernance oriente et influence le choix stratégique de l'entreprise. En effet, elle ne contribue réellement à la création de valeur qu'en créant un climat très favorable stimulant les dirigeants, voire l'organe de décisions à opter pour des décisions allant de pair avec l'objectif des actionnaires. Il s'agit notamment des décisions d'investissement qui conditionnent la réussite de toute entreprise, voire de l'économie toute entière.

Nous testerons notre hypothèse de recherche, avant et après la cotation de l'E.G.H-EL AURASSI, en utilisant les indicateurs de mesure de la valeur.

Après avoir exposé l'hypothèse globale de notre recherche, conformément aux arguments théoriques en faveur de l'impact positif de la gouvernance sur la création de valeur (intrinsèque et boursière), nous testerons dans ce qui suit seulement l'hypothèse portant sur la création de valeur intrinsèque.

4/ Méthodologie suivie pour la vérification de l'hypothèse de recherche portant sur la valeur intrinsèque

Dans la mesure où notre objectif central de la recherche est d'étudier l'impact de la gouvernance sur la création de valeur au sein des entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger, nous avons adopté l'étude de type « avant-après ».

Étant donné que les effets de la gouvernance influençant les décisions d'investissement et de financement ne peuvent être appréciés que sur le long terme, nous avons choisi une étude qui se base sur l'évolution des indicateurs de création de valeur intrinsèque. Ces indicateurs sont d'un grand intérêt pour porter un jugement sur la qualité de gouvernance et son impact sur la valeur.

L'étude de la création de valeur concerne l'entreprise publique de gestion hôtelière EL AURASSI cotée à la bourse d'Alger depuis l'année 2000. L'étude de la création de valeur de cette entreprise s'effectuera sur 11 ans : de l'année précédant la cotation (1999) jusqu'à 10 ans après, tout en tenant compte de l'année de l'adhésion à

la bourse. L'effet de la gouvernance sur la création de valeur n'est pertinent qu'en étudiant l'évolution des indicateurs de mesure retenus à long terme. Ceci nous permettra, certes, de porter un jugement juste et pertinent sur la nouvelle politique de gouvernance.

4-1/ Le cas de l'E.G.H.El-Aurassi comme illustration des développements théoriques

Pour mener à bien notre recherche et répondre à son objectif, nous avons choisi l'entreprise de gestion hôtelière El Aurassi dont les caractéristiques nous permettent de vérifier facilement et de manière non ambiguë l'hypothèse de notre recherche.

On estime que le cas de l'AURASSI répond aux exigences de notre recherche en termes d'information concernant : l'entreprise publique algérienne cotée à la bourse d'Alger ; le secteur des services puisque le secteur des assurances présente des particularités en termes de comptabilisation des opérations ; les rapports de gestion faisant part notamment des rapports financiers consolidés sur la période de recherche retenue (de l'année précédant la cotation jusqu'à 10 ans après) et les stratégies d'investissement et de financement adoptées grâce à une bonne politique de gouvernance.

C'est à partir de ces critères que notre choix s'est fixé sur le cas de l'AURASSI. Etant donné que nous avons choisi une application empirique sur l'AURASSI, nous commencerons d'abord par dresser une fiche renseignant sur les points et les événements stratégiques de cette entreprise ; puis nous exposerons les variables choisies pour répondre à notre problématique dont la préoccupation fondamentale est la relation : gouvernance (impactant les décisions d'investissement et de financement) et la création de valeur intrinsèque de l'action ; pour ensuite, nous analyserons profondément les résultats de notre étude empirique. Et ce, en se basant sur l'évolution des indicateurs de création de valeur intrinsèque sur la période allant de 1999 à 2009.

4-2/ Présentation de l'E.G.H.El-Aurassi faisant l'objet de notre recherche

L'entreprise de gestion hôtelière EL- Aurassi est une entreprise publique économique (EPE) érigée sous forme de sociétés par actions

dont le capital est à 80% détenu par l'Etat via les holdings. A sa création, l'hôtel EL-Aurassi était doté du statut d'une entreprise socialiste régie par l'ordonnance de 1971 sur la gestion des entreprises publiques. Suite aux réformes économiques engagées par l'Algérie à partir de la fin des années 1980 et dans le cadre d'une meilleure adaptation des entreprises algériennes aux nouvelles conditions de l'environnement dans lequel elles s'exercent, l'hôtel est doté le 12 février 1991 du statut d'une entreprise publique économique régie par la commercialité. Il devint une société par action d'un capital social de 40 millions de dinars, divisé en 400 actions d'un nominal de 100 000 DA chacune. Le 14 février 2000, le titre d'EL-Aurassi a été introduit en bourse. Le capital social est de 1 500 000 000 DA soit 6 000 000 actions d'une valeur nominale de 250 DA, la quantité offerte suite à la cotation n'a pas dépassé 1 200 000 actions soit 20% du capital social au prix de 400 DA.

Avant de procéder à la vérification de l'hypothèse de notre recherche sur le cas de l'E.G.H. EL-Aurassi, il y a lieu d'exposer les variables choisies pour répondre à cette fin.

4-3/ Les variables choisies pour tester l'impact de la gouvernance sur la création de valeur intrinsèque

Les indicateurs de création de valeur intrinsèque retenus pour notre recherche (EVA, ROE et IV) ont reposé sur des valeurs des bilans comptables et des tableaux du compte de résultat de l'E.G.H.EL-Aurassi, c'est-à-dire tout est opérationnalisé par des valeurs comptables.

Les retraitements et les ajustements comptables recommandés par les bureaux d'expertise en finance comme Stern Stewart&Co, pour rendre compte des capitaux employés et d'autres comptes du bilan, n'ont pas été opérés dans notre recherche. En effet, l'objectif central de la recherche est d'étudier les relations d'association entre le nouveau système de gouvernance dû à l'ouverture du capital par voie boursière et la création de valeur intrinsèque, et ce en adoptant l'étude de type « avant-après » la cotation.

Tableau n°1 : « Opérationnalisation des variables de mesure de la valeur intrinsèque».

| Indicateurs de création de valeur intrinsèque |
|---|
| 1- Valeur ajoutée économique ou EVA = (Retour sur capitaux propres – Coût des capitaux propres) x Capitaux propres. |
| 2- Ratio de rentabilité des capitaux propres= Résultat d'exploitation avant impôts/Fonds propres ou rentabilité financière(RF) Ratio de rentabilité des capitaux propres |
| 3-Ratio de levier de valeur ou indice de valeur= ----- ----- (IV) Coût des fonds propres |

Source : Adapté de Chérif M, Dubreuille S. (2005), Création de valeur et capital-investissement, Pearson Education; France. Page 71

Étant donné que notre étude est de type « avant-après », on déduit facilement le changement qu'entraîne la cotation en matière de gouvernance, et ce en comparant les indicateurs de création de valeur intrinsèque retenus (EVA, IV et RF) avant et après la cotation de l'E.G.H.EL-AURASSI.

4-4/ Collecte des données

Afin de mener à bien notre recherche, des rapports d'activité de l'E.G.H.EL- AURASSI ont été obtenus auprès de sa direction financière et consultés sur son site internet.

5/ Les résultats obtenus sur l'AURASSI

Notre objectif est de vérifier l'hypothèse de notre recherche en utilisant les indicateurs cités ci-dessus sur 11 ans : de l'année précédant la cotation (1999) jusqu'à 10 ans après en tenant compte de l'année de cotation (2000). On commence notre étude à partir de 1999. Afin d'aboutir à des résultats significatifs, une étude de l'évolution des indicateurs de mesure de création de valeur intrinsèque s'impose. En effet, la mise en place d'un nouveau système de gouvernance suite à la cotation s'étend sur plusieurs années, et de ce

fait, l'impact de la gouvernance sur la valeur ne peut être étudié qu'en s'intéressant à l'évolution des différents indicateurs explicatifs retenus.

5-1/ La gouvernance et la création de valeur intrinsèque

Nous testerons cette hypothèse en procédant directement au calcul des indicateurs de création de valeur intrinsèque, avant et après la cotation. Parmi ces indicateurs, l'indicateur de l'économie value added est riche en termes d'information, puisqu'il explique que la performance interne de l'entreprise est fonction de l'analyse de la rentabilité des investissements et de l'analyse de l'optimisation de l'utilisation des ressources. D'autant plus que cet indicateur (EVA) est considéré comme un indicateur de gouvernance de l'entreprise. Étant donné que la cotation entraîne le changement de la structure organisationnelle, voire de mode de gouvernance; l'adoption de l'étude de type avant-après la cotation, en utilisant les indicateurs cités précédemment, nous permet de déduire facilement l'impact de la gouvernance sur la création de valeur intrinsèque.

5-1-1/ L'évolution des indicateurs de création de valeur intrinsèque : avant et après la cotation.

A partir des valeurs comptables des différentes composantes des indicateurs de création de valeur intrinsèque, tirées des différents bilans comptables de l'E.G.H.EL-AURASSI (de 1999 à 2009), nous évaluerons la création de valeur intrinsèque. L'objectif est de vérifier si, suite à la cotation, l'E.G.H.EL-AURASSI a pu créer de la valeur aux capitaux des actionnaires au niveau interne.

Afin de répondre à notre objectif, nous avons retenu directement les ratios de rentabilité des capitaux propres et de leviers de valeur, puis l'économie value added dont l'objectif est de savoir, si en tenant compte du coût des ressources apportées par les actionnaires, le résultat réalisé rémunère suffisamment les actionnaires au-delà de leur exigence. Dans la mesure où notre objectif est la performance globale de l'entreprise, on est tenu de comparer le résultat d'exploitation ou des activités opérationnelles à l'ensemble des capitaux investis, apportés par les actionnaires et les créanciers, ce qui correspond à la formule de l'EVA. Par ailleurs, la mesure de la valeur créée pour

l'actionnaire au niveau interne de l'entreprise, tenant compte des fondamentaux ou des décisions stratégiques prises à cette fin, nécessite de rapprocher le résultat des activités d'exploitation qu'aux capitaux investis par les actionnaires. On mesure ainsi la rentabilité que les actionnaires retirent de leur investissement. Dès lors la formule de l'EVA s'écrira comme suit :

$$EVA = [R_{cp} - E(R_{cp})].CP^{(1)}$$

EVA =

(Rendement de capitaux propres – coût des capitaux propres)
x capitaux propres

$$= \left(\frac{\text{Résultat d'exploitation}}{\text{capitaux propres}} - \text{coût des capitaux propres} \right) \times \text{capitaux propres}$$

Avant de procéder au calcul des indicateurs de la création de valeur intrinsèque, rappelons que :

1- Toutes les données nécessaires au calcul de ces indicateurs sont tirées des différents bilans comptables et comptes de résultats de l'AURASSI et n'ont pas été retraitées. Il s'agit du résultat d'exploitation issu de l'activité opérationnelle et des capitaux propres ;

2- Seul le résultat lié à l'activité principale, voire à l'exploitation est pris en compte pour le calcul de l'EVA. Ce résultat est le plus révélateur du rendement des capitaux investis, puisqu'il reflète la qualité de gestion et de l'activité liée à l'exploitation ;

3- L' E.G.H.EL.AURASSI a adopté les normes IFRS en 2010 et nous avons choisi d'effectuer notre étude jusqu'à l'année 2009, et ce afin d'éviter des contradictions pouvant être liées au système de comptabilité appliqué ;

4- La formule de l'EVA retenue est celle qui renseigne sur la capacité de l'entreprise à rémunérer les capitaux investis par les actionnaires ou à créer de la valeur aux capitaux des actionnaires.

⁽¹⁾ Chérif M, Dubreuille S. (2005), Op.Cit, Page71

5- L'action de l'AURASSI est cotée durant l'année 2000. Rappelons que le résultat d'exploitation avant impôts est un résultat qui nous renseigne sur l'exploitation de l'entreprise, voire sur ses activités à court terme. Lequel n'est pas influencé par la politique fiscale (impôts). Les capitaux propres de l'E.G.H.EL- AURASSI sont composés de : capital social + réserve légale + réserves facultatives + écart de réévaluation + résultat en instance d'affectation + provisions pour pertes et charges + résultat net de l'exercice.

6-Le coût des fonds propres de l'E.G.H.EL-AURASSI est égal au taux sans risque augmenté d'une prime de risque. Nous considérons dans le présent travail que le taux sans risque correspond aux taux des bons de trésor à cinq ans, à savoir un taux de 6%. Son taux équivalent hebdomadaire est $[(1+6\%)^{1/52} - 1]$, soit 0,11% et la prime de risque de marché est la moyenne des $R_m - R_o$, soit - 0,023. Le coût des fonds propres est le rendement que l'entreprise doit promettre à un investisseur pour le persuader de lui confier ses capitaux. ⁽¹⁾

7- Nous calculons dans un premier temps l'indicateur de rentabilité financière qui rapporte le résultat d'exploitation de l'exercice aux capitaux propres engagés pour y parvenir. Ce résultat traduit l'accroissement de richesse du processus d'investissement et d'exploitation. Dans un second temps, nous calculerons l'indice de valeur dont l'objectif est de rapporter la rentabilité des capitaux propres, voire financière au coût des ressources apportées par les actionnaires. Puis dans un troisième temps, nous calculerons l'indicateur de valeur « économie value added » qui reprend les mesures de rentabilité financière en les comparant au coût des capitaux utilisés pour parvenir à cette rentabilité, tout en tenant compte du facteur risque. L'indicateur de l'EVA associe ainsi risques et rendements. Ceci peut être illustré dans le tableau qui suit :

⁽¹⁾ Walsh C. (2005), les ratios clés du management, Pearson Education France ; Paris. Page 278

**L'entreprise publique cotée : Versune nouvelle politique de gouvernance
pour créer de la valeur**

Tableau n°2 : « Niveau de rendement des capitaux propres avant et après la cotation »

| Evolution de la Rentabilité des capitaux propres | Avant la cotation | Année de la cotation | Après la cotation | | | |
|--|-------------------|----------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 1999 | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
| Résultat d'exploitation avant impôts.....① | 182 096 968 | 218 056 757 | 275 316 887 | 369 940 353,37 | 393 483 044,30 | 535 526 829,18 |
| Capitaux propres② | 2 021 813 461 | 1 992 253 516 | 1 971 676 113 | 2 124 924 475,91 | 2 283 435 699,5 | 2 522 615 993,31 |
| Rendement des capitaux propres①/② % | 09,00 | 10,94 | 13,96 | 17,40 | 17,23 | 21,22 |
| Evolution de la Rentabilité des capitaux propres | Après la cotation | | | | | |
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | |
| Résultat d'exploitation avant impôts.....① | 707 543 464,52 | 776 432 145,37 | 572 102 282,88 | 703 537 760,83 | 514 718 219,47 | |
| Capitaux propres② | 2 746 386 859,65 | 2 961 541 123,25 | 3 332 138 282,21 | 3 746 284 600,18 | 4 218 597 857,46 | |
| | | | | | | |
| | | | | | | |
| Rendement des capitaux propres①/② % | 25,76 | 26,21 | 17,16 | 18,77 | 12,20 | |

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB

Tableau n°3 : « Niveau de l'indice de valeur avant et après la cotation »

| Evolution de l'indice de valeur | Avant la cotation | Année de la cotation | Après la cotation | | | | | | | | |
|--|-------------------|----------------------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 1999 | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
| Rendement des capitaux propres ① % | 09,00 | 10,94 | 13,96 | 17,40 | 17,23 | 21,22 | 25,76 | 26,21 | 17,16 | 18,77 | 12,20 |
| Coût des capitaux propres.....② % | 06,14 | 06,14 | 06,14 | 06,14 | 06,14 | 06,14 | 06,14 | 06,14 | 06,14 | 06,14 | 06,14 |
| Indice de valeur ①/②% | 146,57 | 178,17 | 227,36 | 283,38 | 280,61 | 345,60 | 419,54 | 426,87 | 279,47 | 305,70 | 198,69 |

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB

Tableau n°4 : « Niveau de l'EVA avant et après la cotation »

| Evolution de l'EVA | Avant la cotation | Année de la cotation | Après la cotation | | | |
|----------------------------------|-------------------|----------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 1999 | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
| Rendement des capitaux propres.① | 09,00 | 10,94 | 13,96 | 17,40 | 17,23 | 21,22 |
| Coût des Capitaux propres② | 06,14 | 06,14 | 06,14 | 06,14 | 06,14 | 06,14 |
| ① - ②③ | 02,86 | 04,8 | 07,82 | 11,26 | 11,09 | 15,08 |
| Capitaux propres.....④ | 2 021 813 461 | 1 992 253 516 | 1 971 676 113 | 2 124 924 475,91 | 2 283 435 699,5 | 2 522 615 993,31 |
| EVA=(Rep-Cp)x Cp = ③ x ④ | 5 782 386 498,46 | 9 562 816 876,8 | 15 418 507 203,6 | 23 926 649 598,7 | 25 323 301 907,4 | 38 041 049 179,1 |
| Evolution de l'EVA | Après la cotation | | | | | |
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | |
| Rendement des capitaux propres.① | 25,76 | 26,21 | 17,16 | 18,77 | 12,20 | |
| Coût des Capitaux propres② | 06,14 | 06,14 | 06,14 | 06,14 | 06,14 | |
| ① - ②③ | 19,62 | 20,07 | 11,02 | 12,63 | 06,06 | |
| Capitaux Propres.....④ | 2 746 386 859,65 | 2 961 541 123,25 | 3 332 138 282,21 | 3 746 284 600,18 | 4 218 597 857,46 | |
| EVA=(Rep-Cp)x Cp = ③ x ④ | 53 884 110 186,3 | 59 438 130 343,62 | 36 720 163 869,9 | 47 315 574 500,2 | 25 564 703 016,2 | |

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB

Etant donné que la rentabilité financière est la résultante de plusieurs facteurs, la formule de rendement des capitaux propres, composante essentielle de l'EVA, peut être décomposée comme suit :

$$\text{Rendement de capitaux propres}^{(1)} = \frac{\text{Résultat d'exploitation}}{\text{Chiffre d'affaires}} \times \frac{\text{chiffre d'affaires}}{\text{Actif total}} \times \frac{\text{Actif total}}{\text{capitaux propres}}$$

Nous procéderons dans ce qui suit à l'étude de l'évolution de ces différents ratios, et ce afin d'avoir plus de précision sur l'évolution voire l'origine de l'EVA. Ainsi toute variation à la hausse ou à la baisse de rendement des capitaux propres peut provenir :

D'une variation de la profitabilité (marge nette) ou d'une variation de la rotation des actifs.⁽²⁾

(1) Cabyl J et Koëhi J. (2012), Analyse financière : Avec un cas d'entreprise, Dareios & Pearson ; Paris. Page 119

(2) Thibierge C. (2011), Analyse financière, Vuibert ; Paris. Page 73

**Tableau n°5 : « Evolution de la marge nette de l' E.G.H.EL
AURASSI »**

| Evolution de la marge nette | Avant la cotation | Année de la cotation | Après la cotation | | | |
|--|-------------------|----------------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|
| | 1999 | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
| Résultat d'exploitation avant impôts.....① | 182 096 968 | 218 056 757 | 275 316 887 | 369 940 353,37 | 393 483 044,30 | 535 526 829,18 |
| Chiffre d'affaires② | 763 304 360 | 888 725 934 | 949 559 286 | 1 134 090 205 | 1 200 788 520 | 1 431 664 408 |
| Marge nette.....①/② % | 23,85 | 24,53 | 28,99 | 32,62 | 32,76 | 37,40 |

| Evolution de la marge nette | Après la cotation | | | | |
|--|-------------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
| Résultat d'exploitation avant impôts.....① | 707 543 464 ,52 | 776 432 145,37 | 572 102 282,88 | 703 537 760,83 | 514 718 219,47 |
| Chiffre d'affaires② | 1 643 910 838 | 1 693 610 924 | 1 792 327 620 | 1 958 651 078 | 1 702 261 041,74 |
| Marge nette.....①/② % | 43,04 | 45,84 | 31,91 | 35,91 | 30,23 |

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB

**Tableau n°6 : « Evolution de la rotation des actifs de l'E.G.H
EL.AURASSI »**

| Evolution de la rotation des actifs | Avant la cotation | Année de la cotation | Après la cotation | | | |
|-------------------------------------|-------------------|----------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 1999 | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
| Chiffre d'affaires① | 763 304 360 | 888 725 934 | 949 559 286 | 1 134 090 205 | 1 200 788 520 | 1 431 664 408 |
| Actif total② | 4 189 323 165 | 4 138 703 933 | 4 115 717 171 | 4 446 969 468,84 | 4 677 528 246,13 | 5 135 427 117,01 |
| Rotation de l'actif ①/② | 0,18 | 0,21 | 0,23 | 0,25 | 0,25 | 0,27 |
| Evolution de la rotation des actifs | Après la cotation | | | | | |
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | |
| Chiffre d'affaires ... ① | 1 643 910 838 | 1 693 610 924 | 1 792 327 620 | 1 958 651 078 | 1 702 261 041,74 | |
| Actif total.....② | 5 579 129 206,00 | 5 742 222 580,83 | 6 255 503 132,50 | 6 632 861 201,13 | 6 954 458 174,63 | |
| Rotation de l'actif ①/② | 0,29 | 0,29 | 0,28 | 0,29 | 0,24 | |

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB

**Tableau n°7 : « La structure financière de l'E.G.H.EL
.AURASSI »**

| Evolution de la structure financière | Avant la cotation | Année de la cotation | Après la cotation | | | |
|--------------------------------------|-------------------|----------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
| Actif total.....① | 4 189 323 165 | 4 138 703 933 | 4 115 717 171 | 4 446 969 468,84 | 4 677 528 246,13 | 5 135 427 117,01 |
| Capitaux propres② | 2 021 813 461 | 1 992 253 516 | 1 971 676 113 | 2 124 924 475,91 | 2 283 435 699,5 | 2 522 615 993,31 |
| Ratio de structure financière①/② | 02,07 | 02,07 | 02,08 | 02,09 | 02,04 | 02,03 |

| Evolution de la structure financière | Après la cotation | | | | |
|--------------------------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
| Actif total.....① | 5 579 129 206,00 | 5 742 222 580,83 | 6 255 503 132,50 | 6 632 861 201,13 | 6 954 458 174,63 |
| Capitaux propres ...② | 2 746 386 859,65 | 2 961 541 123,25 | 3 332 138 282,21 | 3 746 284 600,18 | 4 218 597 857,46 |
| Ratio de structure financière①/② | 02,03 | 01,93 | 01,87 | 01,77 | 01,64 |

Source : nos regroupements d'après les informations financières publiées par la COSOB

6- Discussion et analyse approfondie des résultats sur la valeur intrinsèque.

L'impact de la gouvernance sur la création de valeur intrinsèque se mesure en comparant les indicateurs de mesure de celle-ci avant et après la cotation, étant donné que cette dernière entraîne le changement de la structure organisationnelle et de mode de gouvernance. L'évolution des variables explicatives avant et après la cotation permet de déduire l'origine de la création de valeur intrinsèque. De plus, la décomposition des indicateurs de mesure de la valeur intrinsèque explique bien les facteurs qui y sont à l'origine. Tout au long de ce qui suit, nous analyserons d'une façon approfondie les résultats des tableaux portant sur la mesure de la valeur intrinsèque.

Concernant le cas de l'entreprise de gestion hôtelière « EL-AURASSI », l'étude empirique révèle un impact positif du nouveau mécanisme de gouvernance, induit par la cotation, sur la valeur intrinsèque, quelque soit l'indicateur de mesure utilisé. En effet, sur les onze années de notre étude, l'E.G.H.EL- AURASSI a pu rapporter une plus value qui est en perpétuelle croissance.

L'AURASSI génère de façon croissante de la richesse car l'entreprise connaît sur toute la période de l'étude des indices de valeurs positifs et des EVA positives. Les premiers varient entre 146,57%, un taux atteint avant la cotation, et 426,87% représentant le taux maximum atteint après la cotation, plus exactement en 2006. Les seconds (EVA) ont atteint des niveaux de croissance considérables. Leur montant varie entre 5 782 386 498,46 DA en 1999, l'année précédant la cotation, et 59 438 130 343,6 DA après la cotation. Ces montants traduisent non seulement une création de richesse, mais aussi une large compensation des coûts des capitaux propres qui sont de 06,14% sur toute la période de l'étude. La variable commune à l'indice de valeur (IV) et l'économie value added (EVA) est le rendement des capitaux propres. Jusqu'à l'exercice 2006, cette variable est en perpétuelle progression. Elle passe de 09,00% en 1999 à 26,21% en 2006. A partir de 2007, le rendement des capitaux propres est toujours positif, malgré sa régression en 2009 par rapport aux autres exercices. Il passe de 17,16% en 2007 à 12,20% en 2009.

Cette baisse s'explique d'une part par la variation à la hausse du résultat d'exploitation avant impôt sur toute la durée de l'étude, et d'autre part, par la progression dans le même sens des capitaux propres. La forte progression du taux de rendement des capitaux propres sur toute la période de l'étude a permis à l'AURASSI de couvrir largement le coût de ces capitaux (06,14%), représentant l'exigence des apporteurs de capitaux en matière de rentabilité. C'est en comparant chaque rendement réalisé au coût des ressources, qu'on considère si l'entreprise est créatrice ou destructrice de valeur. Ceci étant, tous les taux de rendement des capitaux propres sont supérieurs au coût de ces capitaux voire à 06,14%. C'est ainsi qu'on considère que l'AURASSI est créateur de valeur intrinsèque sur toute la période de l'étude : avant et après la cotation.

Ainsi, en se référant aux tableaux traitant respectivement du niveau de l'évolution de l'indice de valeur et de l'économie value added (EVA), nous constatons que les résultats ne révèlent aucune différence marquante quant à la création de valeur. Cette dernière est en perpétuelle évolution sur toute la période qu'elle soit indiquée par l'IV

ou l'EVA. Etant donné que le coût des capitaux propres est de 06,14% pour toutes les années, l'origine de la création de valeur intrinsèque que ce soit par l'indice de valeur (IV) ou l'économie value added (EVA) réside dans la décomposition de la variable commune à ces indicateurs à savoir : le rendement des capitaux propres. Ce dernier se décompose en trois principaux ratios : ratios de marge nette ; ratios de rotation des actifs et ratios de structure financière.

En se référant au tableau traitant de l'évolution du niveau de la marge nette avant et après la cotation, on constate que l'AURASSI réalise une forte marge nette. Jusqu'à l'exercice 2006, cette marge est en croissance continue et perpétuelle. Elle n'était que de 23,85% avant la cotation (en 1999) mais elle progresse de façon continue jusqu'à ce qu'elle atteigne 45,85% en 2006. Ceci indique que l'AURASSI réalise des surplus après avoir couvert toutes les charges liées à l'exploitation. En 2006; 45,84% représentent le solde positif voire le résultat réalisé après couverture des frais de gestion, et le reste du chiffre d'affaires à savoir ($100\% - 45,84\% = 55,16\%$) est absorbé par l'exploitation.

Quant à la période allant de 2007 à 2009, la marge nette de l'AURASSI est toujours forte, mais pas aussi forte que les marges réalisées durant les années précédant cette période. Elle est respectivement de 31,91% ; 35,91% et de 30,23% en 2007, 2008 et 2009. La croissance de la marge nette s'explique principalement par le résultat d'exploitation avant impôt qui a connu une progression continue sur toute la période de l'étude. En effet, il n'était que de 182 096 968 DA en 1999 et il progresse jusqu'à atteindre un montant de 776 432 145,37 DA en 2006, représentant le montant le plus élevé atteint sur toute la période de l'étude. De plus, l'AURASSI réalisait sur les onze années d'étude des chiffres d'affaires en croissance continue avec une variation à la hausse, allant de 763 304 360 DA avant la cotation à 1 958 651 078 DA en 2008. Ceci ne traduit que le rendement et la bonne activité de l'AURASSI aussi bien au niveau de ses investissements que de son exploitation. De plus, l'élévation de la marge nette justifie la richesse créée, voire l'importance des

indicateurs de mesure de la valeur intrinsèque sur les onze années d'étude.

La deuxième variable composant le ratio de rendement des capitaux propres est le ratio de rotation des capitaux propres. Lequel ratio représente l'intensité avec laquelle les capitaux propres sont mis en œuvre dans l'activité. Les premières analyses traitant de l'évolution du niveau de ce ratio révèlent que pour un dinar investi, l'AURASSI dégage un chiffre d'affaires qui varie entre 0,18 dinar avant la cotation (1999) et 0,29 dinar représentant le seuil le plus élevé atteint après la cotation. Sur toute la période de l'étude, ce ratio connaît une variation à la hausse indiquant que les actifs et les investissements engagés par l'entreprise font relativement augmenter le chiffre d'affaires. En effet, le chiffre d'affaires de l'AURASSI est d'autant plus élevé que l'entreprise engage des montants élevés dans l'investissement. Toutefois, étant le rapport entre le chiffre d'affaires et l'actif total, le premier ratio composant celui de rotation des capitaux propres indique que les investissements engagés apportent peu en matière de chiffre d'affaires, car le montant le plus élevé ne dépasse pas 0,29 DA de chiffre d'affaires pour un dinar investi. La forte rentabilité dégagée par l'AURASSI sur toute la période de l'étude résulte principalement de fortes marges nettes et de leur progression continue mais d'un faible taux de rotation. Le taux de rendement des capitaux propres le plus élevé est atteint en 2006, soit un taux de 26,21% et par conséquent, l'indice de valeur le plus élevé est réalisé durant cet exercice avec un taux de 426,87%. Il en est de même pour l'EVA où l'AURASSI réalise une plus value de plus de 59 milliards de dinars, et ce grâce à la forte marge nette réalisée durant le même exercice et qui est la plus élevée de tous les exercices comptables.

Le deuxième ratio composant celui de rotation des capitaux propres est le ratio rapportant l'actif total aux capitaux propres. Il renseigne principalement sur l'impact de la structure financière sur le rendement des capitaux propres. Ce ratio varie de 01,64 à 02,09 sur toute la période de l'étude. Il indique le recours de l'E.G.H.EL-AURASSI à l'endettement pour financer ses projets. En effet, de l'année précédant la cotation (1999) à l'exercice 2005, l'AURASSI compte à 50% sur

l'endettement. Ses capitaux propres sur cette période représentent la moitié du montant de l'actif total. Quant à la période allant de 2006 à 2009, l'AURASSI a réduit son recours au financement par dettes. Le rapport actif total/ capitaux propres est respectivement égal à 01,93 ; 01,87 ; 01,77 et 01,64 en 2006, 2007, 2008 et 2009, indiquant de ce fait que les dettes ne représentent même pas la moitié de l'actif total. En se référant au tableau traitant de l'évolution de ce ratio, nous constatons que l'AURASSI avait augmenté son recours à l'endettement quelques années après sa cotation, soit cinq années d'endettement fort représentant plus de la moitié de l'actif total. Seuls, trois années d'endettement faibles (inférieur à 50%) caractérisent la période de l'étude. A l'appui de l'analyse des tableaux précédents, nous constatons que l'impact de la structure financière, qu'elle soit majoritairement composée de dettes ou de fonds propres, est positif étant donné que tous les indicateurs de mesure utilisés sont positifs (pour l'EVA) et supérieurs à 100% (pour l'IV) sur les onze années d'étude.

L'étude de l'évolution du niveau des indicateurs de mesure de la création de valeur intrinsèque (EVA et IV) avant et après la cotation, révèle que l'AURASSI a réussi la création de valeur, en réalisant onze années d'économie value added (EVA) positives et d'indice de valeur (IV) supérieur à 100%. Par conséquent, cette étude met en évidence l'impact positif de la gouvernance et des nouveaux mécanismes de gestion sur la création de valeur intrinsèque.

A l'appui de cette étude empirique concernant le cas de l'E.G.H.EL-AURASSI, l'observation de la réalité managériale de la gouvernance confirme les postulats théoriques avancés par la théorie de l'agence. Ceci étant, la nouvelle structure organisationnelle, mise en place suite à la cotation, incite les dirigeants à agir sur les leviers cruciaux de création de valeur pour satisfaire au mieux les apporteurs de fonds notamment les actionnaires. Et par voie de conséquence, l'hypothèse de notre recherche stipulant que la gouvernance influence positivement la création de valeur intrinsèque, en agissant sur ses principaux leviers entre autres d'investissement et de financement,

n'est pas rejetée. Les résultats de notre recherche peuvent être résumés dans le tableau qui suit :

Tableau n°8 : « Récapitulatif sur la valeur interne de l'E.G.H.EL-AURASSI »

| Entreprise cotée | Indicateurs de mesure de la valeur intrinsèque | | |
|--------------------|---|---|--|
| | Rentabilité financière | Indice de valeur (IV) | Economie value added (EVA) |
| E.G.H.EL - AURASSI | Sur les onze années d'étude, l'Aurassi a réalisé des rendements sur capitaux propres élevés. Leur taux varie entre 09% (avant la cotation) et 25% (après la cotation). Cette variation à la hausse de ce taux explique bien la capacité de l'Aurassi à rémunérer ses actionnaires puisqu'ils espéraient recevoir un taux de rendement ne dépassant pas 06,14% | Il y a une forte progression de l'indice de valeur, indiquant l'aptitude de l'Aurassi à couvrir largement et sans aucune difficulté le coût des capitaux propres. L'Aurassi génère de façon croissante de la richesse, vu la progression continue de l'indice de valeur sur les onze années d'étude. | Plus de 59 milliards de dinars, tel est le montant de la richesse générée par l'activité de l'Aurassi à l'ensemble de ses actionnaires. Cette entreprise a pu réaliser une plus value représentant vingt fois le montant des capitaux propres investis en 2006. Sur les onze années d'étude, l'Aurassi a réalisé onze années d'EVA positives. Ainsi, les actionnaires s'enrichissent presque de 30,45 milliards de dinars en moyenne. |

Source : nos regroupements d'après les résultats réalisés

En termes de pourcentage, l'AURASSI crée de la richesse en réalisant onze années d'indice de valeur supérieur à 100%, et en valeur monétaire en réalisant onze années d'EVA positive. Les

indicateurs de mesure de la création de valeur intrinsèque que ce soit : IV ou EVA conduisent aux mêmes résultats et conclusions. Ceci dit, les actionnaires de l'AURASSI sont ceux qui, sur toute la période de l'étude et de notre analyse, percevront de la richesse. Etant donné que le cas de notre étude présente une entreprise cotée, la création de valeur intrinsèque ne suffit pas pour porter un jugement sur sa situation financière car une évaluation par le marché financier s'impose. Ce dernier s'appuie sur les performances générées en interne, voire sur la valeur intrinsèque. Dès lors, toute entreprise cotée dispose de deux valeurs, l'une interne liée à la qualité de sa politique de management et de sa gestion, et l'autre externe liée à l'appréciation et la perception des utilisateurs du marché voire des actionnaires.

Conclusion

Selon notre étude, la gouvernance influençant principalement les décisions d'investissement et de financement, compterait parmi les leviers stratégiques de la création de valeur intrinsèque. Les indicateurs de mesure appliqués aux cas de l'E.G.H.EL-AURASSI révèlent des résultats qui confirment ceux de nombreuses études empiriques et des postulats de nombreuses théories. Ces études soulignent l'impact favorable de la gouvernance sur la création de valeur intrinsèque et, en tout état de cause, de manière plus approfondie et plus affirmée que dans le présent travail de recherche. Par son résultat, l'entreprise étudiée a réussi la création de valeur au niveau interne. Toutefois son admission à la cote exige une création de valeur externe dont l'objectif est d'enrichir ses actionnaires. Ces derniers ne prétendent à investir leur argent dans une entreprise que s'ils s'assurent d'une gestion allant dans une optique de valeur et leur permettant ainsi de réaliser que des plus value.

Comme tout modèle, le notre présente des limites qui restent autant de pistes permettant d'affiner ce travail. Les résultats de notre étude doivent être considérés à la lumière des limites de la recherche. Celles-ci tiennent notamment aux difficultés de définir et d'opérationnaliser les variables. Ces dernières sont opérationnalisées à partir d'indicateurs simplifiés, entre autres : EVA, IV, et RF. De plus, tout au long de ce travail de recherche, on n'a procédé à aucun

retraitement des données comptables (résultat net, capitaux propres). Elles sont tirées telles quelles sont données aux états comptables faisant l'objet de publication. Or, le calcul des indicateurs de valeur intrinsèque, EVA notamment, nécessite plusieurs retraitements, voire plusieurs ajustements pour une meilleure estimation de la valeur intrinsèque. De plus, les indicateurs de mesure retenus à savoir : l'EVA et IV ne sont pas utilisés dans le champ décisionnel des entreprises publiques algériennes, qu'elles soient cotées ou non. Tout comme dans plusieurs pays occidentaux, en Algérie l'approche par la valeur reste très dominée par la dimension économique et financière et que le recours à l'EVA reste marginal dans la réalité décisionnelle.

Références bibliographique

Albouy M (1999): « Théorie, application et limites de la mesure de la création de valeur »,

Revue française de gestion, n° 122.

Albouy M. (2003), Décisions financières et création de valeur, Economica; Paris.

Albouy M, OBEID H (2007) : « L'impact des privatisation sur la performance des

entreprises françaises », Finance contrôle stratégie, volume 10, n°1.

A.Sais M, Grefeuille J (2009) : « Stratégie et création de valeur », Revue française

de gestion, Lavoisier, volume 35, n° 196.

Barthelemy J (2006) : « Création et appropriation de la valeur dans un partenariat le

cas de Disney PIXAR », Revue française de gestion, n° 164.

Caby J et Koëhi J. (2012), Analyse financière, Dareios & Pearson ; Paris.

Charreaux G , Wirtz P. (2006), Gouvernance des entreprises, Economica; Paris.

Chérif M, Dubreuille S. (2005), Création de valeur et capital-investissement, Pearson Education; France.

De la Bruselerie H. (2001), Finance d'entreprise, Economica ; Paris.

Malleret V. (2006), « La création de valeur par les services : une étude empirique

Dans les PMI », Finance contrôle stratégie, Volume 9, n° 3.

Mansali H. (2010), « Les performances économiques et boursières à long terme des sociétés

Introduites en bourse », Finance contrôle stratégie, Volume 13, n° 2.

Molay E. (2005), « La structure financière du capital : test empirique sur le marché Français », Finance contrôle stratégie, Volume 8, n° 4.

Pichet E. (2010), Le gouvernement d'entreprise dans les grandes sociétés cotées, Edition du siècle ; Paris.

Rehm TH. (2003), « Stock-option, décisions financières des dirigeants et création de valeur de l'entreprise : le cas français », Finance Contrôle Stratégie, Volume 6, N°3

Reymond E. (2009), « La création de valeur en stratégie », Revue Française de gestion,

Volume 35, n° 196.

Thibierge C. (2011), Analyse financière, Vuibert ; Paris.

Walsh C. (2005), les ratios clés du management, Pearson Education France ; Paris.