

**« Quel mode de gouvernance
pour les entreprises marocaines privatisées? »**

DAOUI DRISS

Université Cadi Ayyad MARAKECH

Faculté poly-disciplinaire de Safi

Didich_d@yahoo.fr

Résumé

Cette étude analysera l'impact du processus de privatisation sur les performances de onze sociétés privatisées à travers le marché financier marocain, elle porte sur une évaluation des changements sur l'organisation de ces dernières. L'Etat par son retrait du capital de l'entreprise laisse au privé toute la faculté de choisir les modes de gouvernance les plus convenables.

De ce fait, il est préférable de vérifier que le transfert de propriété dans le cadre du processus de privatisation doit se faire d'un système manageriel bureaucratique à un système manageriel de marché¹ caractérisé par sa transparence, une bonne productivité et une excellente rentabilité.

Deux courants de la théorie d'agence ont traité ces questions à savoir : le courant de la théorie de l'agence positive (MARTIN et PARKER ; VICKERS et YARROW ; SAPPINTON et STIGLITZ ; ...) et les modèles classiques agent-principal (SHAPIRO et WILLIG ; BÖS et PETERS ; LAFFONT et TIROLE ; ...). Ils ont abouti à la fin à un résultat commun prouvant la supériorité de la performance des sociétés privées.

Selon les auteurs de cette théorie, les dirigeants-agents cherchent à maximiser leur propre utilité plus que celle de leur propriétaire-principal ; alors que cette divergence est très réduite pour les entreprises privées.

Analyse de la performance des entreprises privatisées

L'amélioration de la performance des entreprises privatisées est souvent imputée aux éléments suivants : d'abord, les privatisations se sont accompagnées d'un changement de dirigeants. De même, les conseils d'administration ont été profondément modifiés ne serait-ce qu'en raison des modifications touchant notamment à la représentation de l'Etat et des salariés.

Ensuite, la reconfiguration de l'actionnariat effectué lors de la privatisation conduit à des structures assez différentes. Les parts du capital détenues par les salariés, le nouveau dur et les investisseurs redéfinissent les relations avec les actionnaires.

Enfin, l'accroissement de la distribution de dividende est interprété comme un signal témoignant d'un renforcement de la discipline exercée par les actionnaires et la possibilité de recourir aux augmentations du capital, toutes choses égales par ailleurs, une

⁽¹⁾ CAUSSE G. : « Réformes des entreprises publiques » ; Séminaire IDE/IIAP tenu du 7 au 9 septembre 1987 à Paris, Document de Synthèse, 1988.

baisse relative de l'endettement après la privatisation. Cet effet devrait, en effet, être renforcé par la hausse de la rentabilité qui accroît l'autofinancement.

Notre recherche empirique examinera, la performance de l'ensemble des entreprises publiques marocaines cotées en bourse avant et après leur privatisation. Cette démarche de travail, à l'instar de l'étude menée par MEGGINSON⁽¹⁾, facilite la comparaison entre les entreprises elles mêmes intervenant dans le même secteur d'activité et ayant la même taille.

Pour cela, la meilleure façon d'obtenir des résultats probants serait l'utilisation d'une analyse économétrique, malheureusement ce n'est pas le cas vu le petit nombre d'entreprises à observer. La méthode habituelle utilisée est l'étude de cas. Les supports utilisés sont les bilans, les tableaux de financement et les comptes d'exploitation à travers l'utilisation des ratios. Ensuite, dans la deuxième phase nous exposerons la méthodologie de Wilcoxon que nous appliquerons sur les moyennes des différents ratios financiers.

1- Présentation des supports utilisés

L'utilisation des bilans permet de mettre en évidence un accroissement des actifs physiques et des actifs financiers à travers des ratios jugés comme les plus fiables et explicatifs de la situation financière des firmes privatisées.

a) Les ratios du rendement et de la rentabilité :

Les ratios les plus recommandés et les plus fiables sont ceux de la rentabilité. C'est un concept utilisé également dans l'étude de VILLALONGA et DEWENTER-MALATESTA.

Les indicateurs de la rentabilité utilisés pour l'analyse de la gouvernance

Intitulé de l'indicateur	Ratios Financiers
La rentabilité des capitaux propres (ROE : Return On Equity)	$\frac{\text{Résultat Net}}{\text{Capitaux Propres}}$
La rentabilité économique (ROA : Return on Asset)	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Capitaux Propres} + \text{Dettes Financière}}$
La marge de la profitabilité (ROS : Return on Sales)	$\frac{\text{Résultat Net}}{\text{ventes}}$
Le résultat économique	$\frac{\text{Résultat Net}}{\text{Total} - \text{Actif}}$

Source : Article de MEGGINSON & AL. 1994.

(1) MEGGINSON W.L., AL., NASH R.C. & VAN RANDENBORGH M.: « The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms : An International Empirical Analysis », Journal of Finance, vol. 59, n°2, June 1994, p. 403-452.

	ROE		Rentabilité économique		ROS		ROA	
	Moyen. avant	Moyen. après	Moyen. avant	Moyen. après	Moyen. avant	Moyen. après	Moyen. avant	Moyen. après
BMCE	8,36%	10,42%	4,55%	5,55%	8,00%	19,08%	0,68%	1,01%
EQDOM	14,20%	18,21%	7,10%	8,59%	16,37%	25,22%	3,47%	4,38%
CTM	9,46%	10,79%	14,76%	7,61%	5,81%	8,59%	5,42%	5,66%
CIOR	45,29%	17,97%	22,76%	18,09%	15,18%	14,77%	11,29%	10,76%
FERTIMA	15,14%	17,54%	14,49%	20,85%	2,66%	3,80%	3,93%	6,31%
GTM	14,89%	68,28%	13,96%	68,22%	4,28%	-102,57%	6,02%	-8,85%
SAMIR	69,86%	35,93%	49,17%	24,36%	7,52%	5,30%	13,88%	12,04%
SMI	26,25%	23,76%	30,40%	25,46%	18,11%	25,76%	12,19%	12,79%
SNI	19,46%	19,77%	-0,07%	-0,88%	827%	139661%	15,07%	17,51%
SOFAC	18,61%	2,53%	16,80%	7,66%	21,19%	4,53%	3,89%	0,77%
SONASID	40,41%	22,00%	19,76%	25,67%	16,51%	10,91%	20,19%	12,81%

Dans le but de visualiser l'impact de ces différents ratios de rentabilité sur la performance des entreprises, nous avons illustré dans les tableaux suivants les résultats annuels retenus pour chaque ratio et pour chaque entreprise.

Ensuite, nous avons calculé dans les deux dernières colonnes une première moyenne retenue pour les 3 années avant leur privatisation (de l'année N-3 à N-1) et une deuxième moyenne calculée entre l'année de privatisation et la nième année après le processus arrêtée jusqu'à 2004 (de l'année N à N+n).

D'après les résultats du tableau ci dessous, six entreprises détiennent une rentabilité des capitaux propres, une marge de rentabilité et un résultat économique positifs. En revanche, trois sociétés uniquement présentent une rentabilité économique satisfaisante et seulement quatre affichent un résultat courant sur les capitaux propres acceptables.

Tableau n° 1 : La tendance de ROE, rentabilité économique, ROS et ROA

Source : Tableau élaboré par nous même à partir des données des comptes sociaux

Concernant les entreprises les plus performantes après leur privatisation, EQDOM rentabilise le plus ses capitaux propres avec une évolution supérieure à 4% (14,21 à 18,20). La société détenant la meilleure rentabilité économique est FERTIMA avec une augmentation de 4,5%. La marge de rentabilité revient à la banque BMCE avec plus de 11%. La SNI réalise le résultat net le plus intéressant par rapport à son total d'actif avec une progression de près de 2,5%.

Les entreprises les plus lésées sont la raffinerie pétrolière la SAMIR, étant la firme la moins performante, qui a vu la rentabilisation de ses capitaux propres fléchir de près de -34%, sa rentabilité économique s'est dégradée de près -25%. La marge déficitaire de rentabilité la plus catastrophique revient à la GTM avec une décroissance de près de -107%, tout en ayant un résultat économique le moins favorable de -15%.

Or, on constate que d'après son ROE, sa rentabilité économique et son résultat courant de ses capitaux propres, la société GTM appartient en effet à l'échantillon d'entreprises ayant réalisé une progression importante sur la forme sans qu'elle soit pour autant performante.

Ceci est dû à sa situation financière déficitaire de la dernière année avant sa radiation de la cotation, correspondante à l'année 2001, qui a biaisé les calculs de la GTM et durant laquelle ses capitaux propres, son résultat courant, son EBIT et son résultat net étaient négatifs.

En ce qui concerne la firme SNI, sa marge de profitabilité est certes intéressante, mais ne reflète pas la réalité de son rendement du fait que son chiffre d'affaires, nécessaire pour le calcul de ce ratio, n'est pas un indicateur fiable.

Comme nous l'avons cité précédemment, la SNI est un holding qui n'a pas une production d'exploitation, ce qui l'amène à posséder un chiffre d'affaires élémentaire et trop faible. Ses ressources principales proviennent de ses produits financiers constitués des bénéfices consolidés de ses filiales.

b) Les ratios financiers relatifs à la productivité :

Les différents ratios que nous utiliserons auront pour objectif de mesurer l'efficacité avant et après la privatisation. A cette occasion, ces indicateurs de productivité compareront la masse salariale par rapport : au volume d'activité de chaque entreprise, à son aptitude de création de richesse, à son résultat net et au total de son bilan. Les indicateurs utilisés se résument comme suit :

Les indicateurs nécessaires pour l'évaluation de l'efficacité

Intitulé de l'indicateur	Ratios Financiers
La part salariale dans la croissance de profitabilité	$\frac{\text{RésultatNet}}{\text{ChargePersonnel}}$
La part salariale dans le volume d'activité	$\frac{\text{Ventes}}{\text{Charge Personnel}}$
L'intensité capitalistique	$\frac{\text{TotalActif}}{\text{ChargePersonnel}}$
La part des salariés dans la création de richesse.	$\frac{\text{Charge Personnel}}{\text{Valeur Ajoutée}}$

Source : Article de MEGGINSON & AL. de l'année 1994.

Tableau n°2 : Les indicateurs de l'efficacité

	<u>Résultat Net</u> Charge Personnel		<u>Chiffre d'Affaires</u> Charge Personnel		<u>Total Actif</u> Charge Personnel		<u>Charge Personnel</u> Valeur Ajoutée	
	Moyen avant	Moyen après	Moyen avant	Moyen après	Moyen avant	Moyen après	Moyen avant	Moyen après
BMCE	0,48	0,76	6,04	4,00	70,79	74,77	37,72%	33,83%
EQDOM	2,22	3,91	13,29	15,25	61,84	93,61	11,76%	10,01%
CTM	0,25	0,35	4,42	4,11	4,78	6,50	26,61%	41,93%
CIOR	2,32	1,48	15,12	10,63	20,99	14,35	17,29%	23,28%
FERTIMA	0,54	0,58	20,05	14,14	13,11	8,95	38,40%	48,56%
GTM	0,27	-0,61	6,35	3,84	4,52	5,11	30,05%	43,81%
SAMIR	3,92	2,61	51,78	50,66	28,99	24,55	11,44%	39,74%
SMI	1,15	1,77	6,26	6,26	9,34	14,91	25,68%	26,31%
SNI	8,23	48,70	1,05	2,01	54,54	482,30	521,45%	24,62%
SOFAC	2,24	0,37	10,52	10,05	57,41	72,45	14,98%	18,58%
SONASID	5,99	2,94	36,26	27,34	31,76	23,02	11,24%	14,04%

Source : Tableau élaboré par nous même à partir des données des comptes sociaux.

Les résultats des ratios obtenus dans le tableau ci-dessus montrent que le holding SNI présente la croissance moyenne la plus remarquable en terme d'une part de la profitabilité par rapport à la charge de personnel et d'autre part à une baisse de sa rémunération salariale par rapport au total de son bilan. Ce ratio reste insignifiant par rapport à cette firme puisqu'elle n'a pas d'exploitation productive malgré la progression importante de son chiffre d'affaire par rapport à ladite charge.

Dans ce cadre, l'EQDOM a concrétisé un accroissement sur cet indicateur de productivité en passant de 13 à 15 fois le volume de son activité par rapport à sa masse salariale. La BMCE a la meilleure productivité en terme de diminution de la part de son personnel dans sa création de richesse.

En ce qui concerne les ratios désignant les sociétés privatisées les plus inefficaces, la SONASID et la GTM ont accusé une perte de profitabilité à cause des coûts salariaux élevés. Cette dernière a connu également avec la CIOR un recul important de près d'un tiers de leur volume d'activité par rapport au nombre de leur effectif.

L'importance de la masse salariale est confirmée pour cette entreprise de cimenterie, qui s'installe malheureusement dans la première place, en ayant une baisse de son intensité capitalistique. La SAMIR occupe la place de l'entreprise la moins productive puisque la partie de sa valeur ajoutée absorbée par sa charge de personnel a plus que triplé en passant de 11% à plus de 39%.

2- L'utilisation du test de Wilcoxon :

Pour cerner l'impact de la privatisation sur d'autres variables économiques de performance, des tests de différences de médiane (test de Wilcoxon)¹ seront appliqués aux séries de moyennes calculées avant et après la privatisation.

Suivant les résultats obtenus, nous constatons que l'impact du processus de privatisation sur la performance des entreprises publiques privatisée est très controversé. Ceci est confirmé par l'évolution des moyennes et des médianes de certains ratios qui représentent des résultats intéressants, alors que plusieurs autres indicateurs aboutissent à des bilans mitigés et décevants.

La conclusion la plus apparente à retenir du tableau se relate dans le fait que le test de Wilcoxon permet de rejeter l'hypothèse nulle d'absence d'effet de la privatisation que pour trois ratios: Chiffre d'affaires/Charges de personnel, Dettes financières/CAF et les Charges de personnel/Valeur Ajoutée.

Test de Wilcoxon porté sur la moyenne des ratios financiers

	Avant Privatisation Moyenne "Médiane"	Après Privatisation Moyenne "Médiane"	Test de Wilcoxon	Evolution Sociétés en %	Test de Signe
Evaluation de la Performance par la Rentabilité					
ROA : Rentabilité Economique	17,61% "14,76%"	19,20% "18,13%"	0,36	45,45	D
ROE	25,63% "18,61%"	22,47% "18,21%"	0,53	54,55	D
ROS	85,66% "15,18%"	12 697,81% "10,91%"	0,45	54,55	D
Résultat économique	8,73% "6,02%"	6,84% "6,31"	0,53	54,55	D
Décision de Financement					
Dettes Financières/Capitaux Propres	53,58% "47,00%"	52,42% "17,53%"	0,53	45,45	D
Dettes Financières/Total Actif	13,63% "7,67%"	9,39% "9,85%"	0,27	54,55	D
CAF/Investissement	536,16% "219,45%"	61,08% "224,81%"	1,27	36,36	C
Dettes Financières/CAF	415,37% "129,86%"	-57,11% "91,29%"	1,51 *	27,27	B
Indicateurs de Productivité					
Résultat net/Charges Personnel	2,51 "2,22"	5,71 "1,48"	0,36	54,55	D

¹ Le test de Wilcoxon consiste à vérifier si deux échantillons peuvent être issus de la même loi en étudiant comment les valeurs de chacun se situent parmi les statistiques d'ordre de l'échantillon global.

Chiffre d'Affaires/Charges Personnel	15,56 "10,52"	13,48 "10,05"	1,96**	27,27	B
Total Actif/Charges Personnel	32,48 "28,99"	74,59 "23,02"	0,80	63,64	C
Charges Personnel/Valeur Ajoutée	67,88% "25,68%"	25,04% "26,31"	1,33*	72,73	B
Stratégie d'Investissements					
Investissements/Chiffre d'Affaires	67,43% "6,30%"	13841,36% "9,78%"	1,25	81,82	A
Investissements/Total Bilan	9,79% "4,56%"	8,34% "7,11%"	0,53	72,73	B
Immobilisations Financières/ Total Immobilisations	26,61% "16,91%"	29,42% "24,82%"	0,53	54,55	D
Répartition des Dividendes					
Dividendes/Résultat net	49,74% "50,00%"	56,58% "54,60%"	0,53	54,55	D
Dividendes/Chiffre d'Affaires	36,66% "7,59%"	2456,75% "6,83%"	1,16	63,64	C

Source : Traitement de données basé sur le modèle de MEGGINSON & AL. : 1994

- A : Très significatif (risque d'erreur inférieur à 10%)
- B : Significatif (risque d'erreur retenu entre 10% et 25%)
- C : Peu significatif (risque d'erreur retenu entre 25% et 55%)
- D : Non significatif (risque d'erreur supérieur à 55%)
- * : Test de rejet de l'hypothèse nulle d'absence de différence à 10%
- ** : Test de rejet de l'hypothèse nulle d'absence de différence à 5%
- *** : Test de rejet de l'hypothèse nulle d'absence de différence à 1%

Concernant le premier axe d'analyse correspondant à l'évaluation de la performance par la rentabilité, la tendance positive revient au ROS dont l'évolution de la moyenne est en progression, en signifiant ainsi que le résultat net de la majorité des entreprises examinées a augmenté par rapport à celui de leur vente ; toutefois, la médiane a accusé une certaine baisse. La croissance spectaculaire de la moyenne de ce résultat est gonflée pour celui de la holding SNI pour laquelle le chiffre d'affaires ne constitue pas un élément fiable d'évaluation de la performance.

Le deuxième axe d'analyse relatif aux décisions de financement présente des résultats intéressants puisque les moyennes des trois ratios relatifs à l'évolution des dettes financières sont en baisse, ce qui signifie que les nouvelles gouvernances privées des entreprises privatisées privilégient le financement de leur activité en recourant à leurs capitaux propres et à leur capacité d'autofinancement (CAF). Le ratio lié à la comparaison des dettes financières par rapport à la CAF est significatif car il n'est en progression que pour 27% des firmes.

Cette situation se trouve confirmée par la baisse importante, de près de 9 fois de la moyenne, du ratio CAF/Investissement, ce qui authentifie le recourt à l'utilisation de l'autofinancement par sept sociétés étudiées sur onze afin de réaliser leur stratégie de l'investissement.

En ce qui concerne le troisième axe lié aux indicateurs de productivité, nous pouvons conclure que le processus de privatisation ne s'est pas accompagné d'une vague de licenciement mais au contraire du maintien du personnel et le recrutement de nouveaux salariés.

A cet effet, il faut noter que le ratio le plus important de cette étude de test de Wilcoxon sur les moyennes revient au rapport entre le chiffre d'affaires et la charge de personnel. Ce ratio montre que l'évolution du volume d'activité est plus lente que celle de la masse salariale se traduisant par une baisse de sa moyenne et de sa médiane, alors que juste 27% des établissements ont pu relever cet indicateur suite à leur privatisation.

Cette situation se trouve confirmée partiellement par l'absorption de la charge du personnel d'une bonne partie de la valeur ajoutée suite à la progression de la médiane du ratio y afférent. L'évolution de ce ratio s'extrapole à près de 73% des sociétés étudiées. Or, la baisse intéressante de la moyenne dudit ratio est à nuancer à cause du résultat de la SNI dont la valeur ajoutée ne constitue pas une référence fiable d'analyse pour des raisons que nous avons citées ultérieurement. En revanche, le résultat net et le total de l'actif de la majorité des sociétés privatisées sont en hausse par rapport à leur charge de personnel.

La stratégie d'investissement constitue un axe d'analyse favorable pour comprendre la formation de la performance et la politique d'expansion adoptée par les nouveaux dirigeants. Nous constatons que la progression des investissements par rapport au chiffre d'affaire est importante et intéresse plus de 81% des entreprises. Ceci signifie que la politique d'investissement est démesurée puisqu'elle ne s'accompagne que par une faible croissance du volume d'activité.

L'intérêt d'investissement par les nouvelles gouvernances se reflète même par le nombre important (72,73%) de sociétés ayant connu une augmentation de leurs investissements par rapport au total de leur bilan s'expliquant par une médiane en hausse mais une moyenne générale en baisse de cet indicateur financier.

Aussi, est-il à signaler un événement intéressant correspondant au recours à la croissance externe par les entreprises privatisées puisque les immobilisations financières sont en augmentation en comparaison à la totalité des immobilisations. Ceci peut expliquer l'initiative prise par plus que la moitié des nouveaux propriétaires des entreprises privatisées cherchant à investir dans d'autres sociétés par l'accroissement de leurs prises de participation.

Pour le dernier axe d'analyse portant sur la répartition des dividendes, celui-ci confirme incontestablement la règle stipulant que la propriété privée cherche à maximiser ses profits et ses dividendes. Ceci s'explique par le fait que les deux ratios relatifs à l'attribution des dividendes sont en croissance vu qu'ils concernent près de 7 firmes sur 11 en terme de progression par rapport au chiffre d'affaires et de près 55% des firmes lorsqu'il s'agit de la distribution du résultat net.

D'après ces explications des différents ratios et comme première aperçue des résultats, nous concluons que l'impact du processus de privatisation, observé sur une période allant de 6 à 11 années, reste en deçà de ce que les pouvoirs publics et les investisseurs pourraient espérer. Ceci se traduit par une baisse des indicateurs de performance correspondant à la rentabilité et à la productivité qui sont nécessaires pour garantir une bonne rentabilité des actionnaires de l'entreprise et sa pérennité.

Conclusion

En général, les différentes situations précitées confirment le fait que le processus de privatisation n'a pas été un effet catalyseur pour rentabiliser les sociétés

transférées au moins sur la période du long terme que nous avons analysée, allant jusqu'à 11 années après la date de cession pour certaines firmes.

En outre, la majorité des entreprises privatisées disposent d'une CAF qui arrive à couvrir la totalité de leurs investissements du fait que la tendance de la médiane dudit ratio est certes en chute mais dépasse 148%. Ceci signifie que la gouvernance privée de la plupart des firmes privatisées gère adéquatement sa CAF en retrouvant une autonomie financière satisfaisante et ce dans le but de minimiser leur dépendance financière vis-à-vis des établissements de crédit.

Par ailleurs, la stratégie d'investissement représente une donnée satisfaisante prouvant l'intérêt de la gouvernance privée à investir davantage pour garantir une prospérité à son entreprise. Ceci se traduit par la progression importante, en terme de médiane, d'investissement par rapport au volume d'activité, surtout durant toute la période d'analyse.

Enfin, l'impact positif du processus de privatisation sur les entreprises transférées n'a été que momentanément profitable et ce en terme d'une politique intéressante d'investissement, d'externalité ainsi qu'en adoption d'une stratégie d'autofinancement et du désendettement plus que réussie, ceci sans oublier le penché des administrateurs privés à la maximisation de distribution des dividendes.

Bibliographie

- ALEXANDRE H. & CHARREAUX G. : « L'efficacité des privatisations françaises : une vision dynamique à travers la théorie de la gouvernance », *Revue Economique* n°4, vol. 55, 2004.
- BANCEL F., *La gouvernance des entreprises*, Economica, 1997
- BELLALAH M., *Essais de comparaison des systèmes de gouvernance des pays industrialisés et des pays émergents*, Document de travail, Université de Cergy, 1998.
- BOURGIGNON : « Peut-on définir la performance ? », in *Revue Française de Comptabilité*, n°269, Juillet-Août 1995.
- CAUSSE G. : « Réformes des entreprises publiques » ; Séminaire IDE/IIAP tenu du 7 au 9 septembre 1987 à Paris, Document de Synthèse, 1988.
- CHARREAUX G., COURET A., JOFFER P., *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, Economica, 1987.
- MEGGINSON W.L., AL., NASH R.C. & VAN RANDENBORGH M. : « The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms : An International Empirical Analysis », *Journal of Finance*, vol. 59, n°2, June 1994.
- MEGGINSON W.L. & NETTER J.M. : « From State to Market : A Survey of Empirical Studies on Privatization », *Journal of Economic Literature*, vol. 39, n°2, June 2001.
- VOISIN C. : « La privatisation, une question d'incitation : propriété, réglementation et information » ; *Revue d'Economie Politique*, Mai-Juin 1995.