

Articulation Gouvernance-Santé Financière: Etude Comparative Entre Total Maroc et Cosumar

Mohamed Saber Hassainate^{#1}, Lamiae Laghmari^{#2}

^{#1} *Professeur HDR à la Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales Agdal, Rabat, Maroc
Avenue des Nations Unies, Rabat 10000, Maroc*

^{#2} *Doctorante à la Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales Agdal, Rabat, Maroc
2lamiae.laghmari@gmail.com*

Résumé— Depuis quelques décennies, la gouvernance d'entreprise monopolise les esprits de tous les conseils à l'échelle du globe. L'ampleur qu'a prise ce sujet à pousser plusieurs Etats et gouvernements à instaurer des mesures législatives et réglementaires en matière de bonnes conduites, tant au niveau des administrations publiques qu'au niveau des entreprises privée. Actuellement, la bonne gouvernance est perçue comme un incontournable pour la transparence, l'intégrité et la responsabilisation des organisations. De plus, elle contribue à améliorer la performance sociale et financière de l'entreprise. L'intérêt de cet article est de prouver l'existence d'un lien entre la gouvernance et la santé financière de l'entreprise, dans le sens où l'adoption des bonnes pratiques de gouvernance conduit une bonne santé financière.

Mots Clés— Gouvernance - Bonnes pratiques – Conseil
d'Administration – Santé Financière – Actionnaires - Dirigeants

I. INTRODUCTION

Suite à une série de scandales financiers qui ont bouleversé le monde entier (Enron, Worldcom, Vivendi...), plusieurs débats ont évoqué l'efficacité des systèmes de contrôle des entreprises. Toutefois, le débat sur la gouvernance d'entreprise est, de loin, celui qui a fait couler le plus d'ancre. Ce débat met l'accent sur l'importance de la bonne gestion et la bonne gouvernance sur la performance et la santé financière de l'entreprise.

C'est ainsi, que depuis le milieu des années quatre- vingt, nous assistons à une vague de recommandations concernant la gouvernance traduisant une volonté de réagir aux critiques internationales sur le manque de transparence et la qualité de la performance financière des grandes entreprises. Le but étant de déceler des anomalies et des défaillances afin de les traiter et de les contrôler.

Plusieurs recherches et travaux précédents se sont intéressés à la performance de l'entreprise en lien avec la gouvernance et la plupart a montré un effet significatif entre les deux. Cette tendance a été confirmée par le rapport de Mercer (2009) [1] qui a examiné 36 recherches académiques portant sur l'impact des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) sur la performance. Plus de 55% de ces recherches montre un lien positif entre les facteurs ESG et la performance de l'entreprise, tandis que 3 études uniquement démontrent un lien négatif.

Le Maroc, étant un pays en voie de développement, se voit obligé de s'aligner aux normes internationales imposées par la vague de la mondialisation. Il doit être capable de fournir aux investisseurs, notamment étrangers, les mêmes conditions que celles se trouvant ailleurs. Le respect des principes de gouvernement d'entreprises constitue, à cet effet, une condition sine qua non.

Dans un système où le capital est dispersé entre un grand nombre d'actionnaires, ces derniers ne peuvent contrôler les activités des dirigeants, et donc ne contrôlent pas les ressources et ne maîtrisent pas la répartition de la richesse créée.

C'est dans ce sens qu'intervient l'analyse financière afin de contrôler cette richesse et mieux la cerner. Cette analyse intéresse non seulement les actionnaires, mais l'ensemble des parties prenantes, notamment les prêteurs, qui ont, par un contrat, des droits sur cette richesse créée.

L'analyse financière de l'entreprise est donc l'analyse financière faite par ces parties prenantes sur cette richesse, et ce en fonction de leurs objectifs et de leurs droits contractuels.

La réflexion sur la question de gouvernance d'entreprise et de sa santé financière fait surgir plusieurs polémiques.

Notre travail de recherche s'est focalisé sur la problématique suivante: **Dans quel sens, les mécanismes de gouvernance impactent la santé financière de l'entreprise?**

L'objectif de cette recherche est d'étudier l'impact des mécanismes de bonne gouvernance sur la performance et la santé financière de l'entreprise. Elle est motivée par plusieurs raisons.

D'abord, elle présente un double intérêt à la fois pour les actionnaires et les dirigeants. En effet, en adoptant les bonnes pratiques de gouvernance, les fournisseurs de capitaux pourront assurer un bon niveau de performance et garantir une bonne santé financière, autrement dit respecter leurs intérêts à savoir la maximisation de leur richesse.

Par ailleurs, les dirigeants devront s'intéresser à la gouvernance de l'entreprise dans la mesure où ils se préoccupent de la performance de leurs organisations qui reflète la qualité de leurs décisions et constitue donc la base de la légitimité de leurs pouvoirs.

II. APPROCHE THÉORIQUE DE LA GOUVERNANCE ET LA SANTÉ FINANCIÈRE DE L'ENTREPRISE

La gouvernance d'entreprise a, depuis quelques décennies, fait l'objet d'un regain d'intérêt et de terrain. L'ampleur qu'a prise ce sujet a poussé plusieurs organismes internationaux à être attentifs aux règles et principes de gestion, que ce soit au niveau des établissements et administrations publiques qu'au niveau des entreprises privées. Cette nouvelle donne, qui a bouleversé l'environnement de l'entreprise, est née suite aux diverses publications internationales, notamment celle de l'OCDE.

A. *La Gouvernance de l'Entreprise: Un Processus Par Lequel Une Société Se Pilote et Se Dirige*

1) *Origines et Définitions:* Le champ de la corporate governance, du «gouvernement» ou de la «gouvernance» d'entreprise s'est constitué principalement au cours des années 1980 et 1990 aux Etats Unis. En effet, à cette époque, plusieurs chercheurs et analystes ont convergé sur le fait que la séparation, fortement prononcée dans les grandes sociétés américaines, des fonctions de propriété exercées par les actionnaires, et celle de gestion, assurées par les dirigeants a conduit à une dégradation de performance pour les actionnaires due à une défaillance au niveau du système de contrôle.

Les actionnaires des entreprises ont commencé donc à perdre de leur pouvoir au profit des dirigeants. Ce constat a fait l'objet d'une théorie dénommée « Théorie d'agence » développée par Jensen & Meckling, selon laquelle il existe une relation d'agence au sein de la firme, représentée par ses actionnaires et ses dirigeants.

Nous pouvons définir la relation d'agence par un contrat reliant une ou plusieurs personnes (le principal) qui engage une autre personne, ou plusieurs, (l'agent) pour accomplir une tâche pour son propre compte ce qui implique une délégation de nature décisionnelle.

Selon cette théorie, toute relation d'agence entraîne un certain nombre de conflits du fait de l'existence d'une divergence d'intérêt entre les deux parties: chacune cherche à maximiser son utilité au détriment de l'autre.

Face à cette situation, les actionnaires ont essayé de se réapproprier le pouvoir de décision perdu au profit des dirigeants. Cette réaction était à l'origine de la naissance du concept de « corporate governance » ou de la « gouvernance d'entreprise ».

« La gouvernance d'entreprises 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 prenantes de l'autre part; et ce, dans l'objectif de création de valeur pour l'entreprise ». [2]

La gouvernance d'entreprise peut être définie également comme étant « L'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouverne leur conduite et définit leur espace discrétionnaire ». [3]

A travers ces deux définitions, nous retenons que la gouvernance d'entreprise désigne l'ensemble des

réglementations, de lois et institutions destinées à cadrer la manière dont l'organisation est dirigée, pilotée et contrôlée. Elle se rapporte à la structure et au processus qui sont utilisés pour diriger ses destinées et implique une certaine répartition des pouvoirs entre les décideurs notamment les actionnaires et les administrateurs.

L'objectif de la gouvernance d'entreprise est d'orienter et d'établir la stratégie globale de l'entreprise. Elle constitue donc l'un des éléments clés d'une organisation prospère et joue ainsi un rôle fondamental pour maintenir une forte croissance économique et assurer une création de valeur effective au sens de chacune des parties prenantes.

2) *Les Principes de Gouvernement de l'OCDE:* La gouvernance d'entreprise repose sur plusieurs principes qui constituent son noyau. Garantir une bonne gouvernance revient à respecter l'ensemble de ces principes afin de garantir un processus durable et efficace de création de valeur.

Ces principes ont pour objectif d'améliorer le cadre juridique et réglementaire qui organise le gouvernement de l'entreprise. Ils visent également à donner des orientations et des propositions aux autorités, aux investisseurs et à l'ensemble des parties prenantes qui interviennent dans le gouvernement de l'entreprise.

La transparence et l'efficacité des marchés constituent l'un des principes les plus importants sur lesquels se fondent le gouvernement de l'entreprise. En effet, la gouvernance d'entreprise devrait, avant tout, concourir à l'intégrité des marchés en promouvant leur transparence et leur efficacité dans le but d'améliorer la performance globale de l'économie.

Ce principe se concrétise également dans le fait où les dispositions réglementaires et légales qui impactent les pratiques de gouvernance dans un pays donné, doivent être consistantes, transparentes et applicables. [4]

La gouvernance d'entreprise a pour objectif également de garantir les intérêts et les droits de l'ensemble des parties prenantes, notamment les détenteurs du capital. Dans ce sens, la gouvernance d'entreprise cherche à protéger le droit de céder ou transférer des actions; le droit d'obtenir d'une manière régulière toutes les informations jugées pertinentes et significatives sur la société; le droit de bénéficier de méthodes fiables d'enregistrement de leurs titres; le droit d'assister et de voter aux Assemblées Générales; le droit d'élire et de révoquer les administrateurs et le droit d'être associés au partage des bénéfices de la société. [4]

Les investisseurs institutionnels, au même titre que les actionnaires, doivent exercer leurs droits en toute légitimité en tant que détenteurs du capital.

La gouvernance d'entreprise doit assurer un traitement équitable de tous les actionnaires qui détiennent des actions d'une même série à l'intérieur d'une classe. Ce traitement concerne tous les actionnaires qu'ils soient minoritaires ou étrangers. Les actionnaires minoritaires doivent être protégés des actes abusifs commis à leurs égards, directement ou indirectement, par les actionnaires majoritaires ou dans leurs intérêts. Ils doivent, à cet effet, disposer de clauses défensives protégeant leurs droits. [4]

Ayant une vision de création de richesse et de valeur, la gouvernance devrait encourager la coopération entre les différentes parties prenantes et la société. [4]

En ce qui concerne les salariés, les pratiques de gouvernance d'entreprise devraient permettre le développement des mécanismes de participations des salariés aptes à améliorer la performance de l'entreprise.

Le droit des créanciers, quant à lui, doit être protégé par la mise en place d'un dispositif efficace et efficient en matière de faillite.

Toutes les parties prenantes ont le droit d'exprimer librement auprès du conseil d'administration (CA) leurs inquiétudes sur les éventuelles pratiques contraires à l'éthique, et ceci ne devrait pas compromettre l'exercice de leurs droits.

La transparence et la diffusion de l'information constitue l'un des principes les plus importants du gouvernement selon l'OCDE.

En effet, la gouvernance d'entreprise doit garantir la diffusion, au bon moment, de toute information significative pouvant impacter l'entreprise, telles que sa situation financière, les résultats, l'actionnariat, les transactions effectuées avec les parties liées, les facteurs de risque prévisibles.

Toutes ces informations doivent être diffusées suivant les normes internationales de qualité en matière de comptabilité et de communication financière et non financière.

La diffusion des informations de la part de la société, notamment les états de synthèse, doit se faire suite à une révision et vérification des comptes approfondies de la part d'un auditeur externe indépendant, compétent et qualifié, tenu de fournir un avis objectif sur les états financiers permettant de donner une image fidèle sur la situation financière et le résultat de la société. [4]

Le mode de diffusion doit permettre à tous les utilisateurs d'accéder aux informations nécessaires, en temps opportun et au meilleur coût.

Le cinquième principe de gouvernement selon l'OCDE est d'assurer le pilotage stratégique et la surveillance effective des organes de gestion, en l'occurrence le CA. Ce dernier a une responsabilité et une loyauté vis-à-vis de la société et de ses actionnaires. [4]

Le CA est tenu de remplir plusieurs fonctions essentielles, notamment revoir et guider la stratégie globale de l'entreprise, ses plans d'actions, ses différents budgets, définir les objectifs à atteindre et s'assurer de la mise en œuvre des moyens permettant leur réalisation. De plus, il doit se doter de politiques et de pratiques de gouvernance efficaces, efficientes et transparentes et s'assurer de la mise en place d'une procédure transparente relative à la nomination des administrateurs. Le CA est tenue également de gérer les différents conflits d'intérêts susceptibles de naître entre les dirigeants et les actionnaires ainsi que de s'assurer de l'intégrité des systèmes de comptabilité et de communication financière de la société et de l'existence d'un contrôle adéquat, notamment le contrôle financier et la gestion de risque. [4]

3) *Les Mécanismes de La Gouvernance*: La gouvernance est définie comme étant un ensemble de mécanismes organisationnels visant à délimiter le pouvoir des dirigeants (G. Charreaux).

Ces mécanismes sont nombreux, nous distinguons alors les mécanismes internes de ceux externes.

Les mécanismes internes reposent sur les intervenants internes à l'entreprise pour surveiller les agissements des dirigeants. Ils sont au nombre de cinq.

Le premier mécanisme est la participation des dirigeants au capital action. Ce mécanisme qui est appuyé par les travaux de Leland et Pyle (1997), stipule que le fait d'avoir une participation élevée au capital action de l'entreprise, encourage les dirigeants à aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires.

En effet, une mauvaise gestion de leur part impacte la valeur marchande de l'entreprise ce qui met en danger la portion de leur richesse. Ainsi, les problèmes liés à l'effort et à l'horizon temporel se trouvent atténués.

Ce mécanisme confirme la thèse de la "convergence des intérêts" soutenue initialement par Berle et Means et reprise dans les travaux de Jensen & Meckling (1976) qui stipule que plus les dirigeants détiennent un pourcentage élevé du capital, plus l'écart par rapport à l'objectif de maximisation de la richesse est faible.

Une bonne gouvernance de l'entreprise intègre les contrats de rémunération incitatifs qui représentent le deuxième mécanisme interne.

Il s'agit principalement des régimes d'option et des primes. Selon Shleifer et Vishny (1997), ces contrats de rémunération incitatifs, notamment les régimes d'option, constituent une alternative efficace, puisqu'en maximisant la valeur de l'option de l'entreprise, les actionnaires maximisent également la valeur de leurs options, ce qui encourage les dirigeants à fournir plus d'effort afin d'assurer une bonne performance et augmenter la valeur de l'entreprise.

Les actionnaires dominants ou majoritaires constituent également un autre mécanisme de gouvernance. La présence de ces détenteurs de blocs de contrôle améliore la surveillance des dirigeants, réduit les coûts d'agence et augmente la valeur de l'entreprise.

Comme nous l'avons expliqué précédemment, le CA joue un rôle important au sein de l'entreprise. Fama (1980) lui attribue la mission de contrôler les dirigeants. Il constitue à cet effet le quatrième mécanisme interne de la gouvernance.

Théoriquement, son rôle est de s'assurer que les décisions prises par ces derniers, servent les intérêts des actionnaires.

La composition du CA est un point important qu'il convient d'évoquer. En effet, la proportion des administrateurs externes par rapport aux administrateurs internes détermine l'efficacité du conseil.

Selon Weisbach (1988), plus la proportion des administrateurs externes siégeant au conseil d'administration est élevée, plus la convergence entre les intérêts des administrateurs et ceux des actionnaires augmente. Inversement, le rôle disciplinaire du conseil peut être limité si les administrateurs internes (des anciens employés retraités par exemple) sont dominants.

Afin de mener à bien leur mission, les administrateurs disposent de trois outils de fonctionnement et de transparence.

Il s'agit du règlement intérieur qui précise le rôle du CA dans les décisions stratégiques, la charte de l'administrateur qui définit les droits et les devoirs des administrateurs et le rapport annuel qui constitue un support de communication majeur entre la société et l'ensemble de ses parties prenantes.

Avec l'émergence du concept de la gouvernance, le rapport annuel doit, aujourd'hui, contenir une explication détaillée du mode de gouvernance adopté par l'entreprise ainsi que son engagement en la matière.

Les recommandations en matière de gouvernance d'entreprise préconisent la création de trois comités spécialisés à savoir: le comité d'audit (comité des comptes), le comité des nominations et le comité de rémunération. Ces derniers représentent le cinquième mécanisme interne de la gouvernance.

Le comité d'audit est composé principalement d'administrateurs indépendants. Il détient la responsabilité sur l'arrêté des comptes et la connaissance des risques. En menant sa mission, il doit s'assurer du respect des points suivants : la composition, l'indépendance, la transparence, et les rôles vis-à-vis de l'arrêté des comptes des commissaires aux comptes et des auditeurs internes.

Le comité de nominations est chargé d'une triple mission devant le CA. En effet, il est chargé de la sélection et la proposition des administrateurs non dirigeants, de la préparation du plan de succession des dirigeants mandataires sociaux, et enfin de l'évaluation annuelle des administrateurs en regard des critères de nominations retenus.

Le comité de rémunérations est rattaché au CA, il est chargé de la rémunération des mandataires. Par souci de confidentialité, il est constitué d'un nombre réduit d'administrateurs, et doit travailler en toute transparence et indépendance.

Les mécanismes externes de la gouvernance sont les parties extérieures à l'entreprise et qui exercent un contrôle de la direction. Il s'agit, à titre d'exemple, du marché du travail, la réglementation des marchés des capitaux, l'intermédiation financière et l'environnement sociétal.

Selon Fama (1980), le marché de travail peut aider les entreprises à contrôler au mieux leurs coûts d'agence. En effet, le fait d'instaurer un système de rémunération basé sur la performance permettra à l'entreprise d'optimiser ses coûts d'agence et de garder les meilleurs dirigeants qui sont les plus performants.

La réglementation des marchés des capitaux joue un rôle essentiel dans la mesure où elle assure la protection des actionnaires. Ceci est garanti via plusieurs outils tels que les normes de divulgations de l'information, les restrictions sur les transactions d'initiés et ses mécanismes de sanctions. Par ailleurs, la réglementation des marchés des capitaux assure un rôle primordial de surveillance directe pour les actionnaires, surtout pour ceux qui sont dispersés géographiquement et qui ne peuvent pas assurer une bonne coalition d'actionnaires.

L'environnement sociétal de l'entreprise revêt à son tour une importance majeure au niveau des préoccupations des

sociétés. Depuis les années 90, la Responsabilité Sociétale de l'Entreprise (RSE) a pris un essor et est devenue l'une de leurs principales aspirations. Le but étant de contribuer aux enjeux du développement durable et de laisser une trace.

Il est à noter que la gouvernance d'entreprise est l'une des sept questions centrales autour desquelles s'articule le concept de la RSE

B. L'Analyse Financière: Un Pilier pour l'Appréhension de La Santé Financière de l'Entreprise

1) *Définition et Objectifs:* L'analyse financière est, dans sa définition la plus simple, un ensemble de techniques visant à connaître la santé financière de l'entreprise.

Elle peut aussi être définie comme étant « Une démarche qui s'appuie sur l'examen critique de l'information comptable et financière fournie par une entreprise à destination des tiers et ayant pour but d'apprécier le plus objectivement possible sa performance financière et économique (rentabilité, pertinence des choix de gestion, ...), sa solvabilité (risque potentiel pour les tiers, capacité à faire face à ses engagements), et enfin son patrimoine ». [5]

Si l'on approfondit l'analyse de cette définition, nous pouvons dégager quatre questions fondamentales:

L'entreprise est-elle équilibrée? L'entreprise est-elle en croissance? L'entreprise est-elle rentable? L'entreprise est-elle solvable?

L'analyse financière est donc une approche qui permet l'étude de l'activité, de la rentabilité et du financement de l'entreprise, soit à posteriori (en se basant sur des données historiques et présentes), soit a priori (en se basant sur des prévisions).

L'entreprise représente le centre d'intérêt de chacune de ses parties prenantes. De l'actionnaire au dirigeant, passant par le salarié et le prêteur, chacun se soucie de sa santé financière et mène une analyse financière selon ses propres intérêts et objectifs. Il est donc raisonnable de penser que l'objectif de l'analyse financière est de comprendre globalement une situation de l'entreprise afin de pouvoir prendre les bonnes décisions.

L'analyse financière est dite "interne" lorsqu'elle est effectuée par l'entreprise contrairement à celle « externe » qui est faite par les analystes externes.

L'objectif des analystes internes diffère de celui des analystes externes du fait qu'ils n'ont pas la même vision et la même position par rapport à l'entreprise.

Les analystes internes cherchent à porter, à un intervalle régulier, un jugement sur la gestion passée de l'entreprise, sur sa rentabilité, sa solidarité, sa liquidité ainsi que son risque financier. De plus, ils visent à guider les décisions de la direction générale ainsi que celle de la direction financière: notamment les décisions d'investissement, de financement et distribution de dividendes. En outre, c'est un instrument de contrôle de gestion. En effet, l'analyse financière éclaire non seulement la politique financière de l'entreprise mais également sa politique générale.

L'actionnaire, quant à lui, est particulièrement intéressé par la valeur de l'entreprise. Sa préoccupation essentielle est de

faire augmenter le bénéficiaire par action de la société. Pour ce faire, il procède à une étude de la politique de dividende et du risque afin d'orienter les titres les mieux appropriés.

L'analyse financière permet alors à l'actionnaire d'évaluer et de déterminer la valeur de ses actions.

Les soucis des prêteurs sont tout à fait différents de ceux des actionnaires. Le banquier qui accorde le crédit jouit d'un seul droit, celui d'exiger le paiement régulier des intérêts et à terme échu le remboursement de sa créance.

Habituellement, nous distinguons deux types de crédits qu'une banque peut accorder à l'entreprise: Le crédit d'exploitation et le crédit d'investissement. Le premier type de crédit peut faire l'objet d'un examen de risque limité du fait que le risque est individualisé et limité dans le temps.

En ce qui concerne le deuxième type à savoir le crédit d'investissement, ce dernier supporte un risque plus global et sa durée est plus longue. Ainsi, une demande d'investissement fera systématiquement l'objet d'un examen approfondi.

Le banquier est donc particulièrement sensible au risque d'impayé ce qui le pousse à étudier la situation du débiteur en analysant la solvabilité, la liquidité des actifs et l'exigibilité des dettes, la nature des biens faisant l'objet du financement.

Ainsi, le banquier se base sur les états financiers de l'entreprise débitrice afin de porter un jugement sur sa santé financière et sur la capacité de ses fonds propres et sa trésorerie à rembourser le crédit.

Dans le cadre des plans d'intéressement visant à fidéliser et à motiver la ressource humaine, plusieurs entreprises offrent la possibilité à ses salariés de participer, sous certaines conditions, aux bénéfices réalisés par la société.

En outre, certaines législations prévoient même un système d'actionnariat salarial notamment l'option de souscription ou d'achat et l'émission ou l'achat en bourse d'actions réservées aux salariés.

Ainsi, les salariés, à leur tour, s'intéressent à l'analyse financière afin de se rassurer des bénéfices attendus, de la rentabilité espérée ainsi que le risque globale de l'entreprise

2) *Concepts Clés de L'Analyse Financière*: Comme nous l'avons préalablement expliqué au niveau de la définition de l'analyse financière, cette dernière trouve son origine dans la nécessité de justifier des décisions d'une certaine importance et auxquelles se pose un problème d'évaluation économique.

Afin de justifier ses décisions, le décideur est tenu de prendre en considération trois aspects principaux à savoir: la solvabilité, la rentabilité et la liquidité.

La solvabilité d'une entreprise est définie par son aptitude à assurer à tout moment le paiement de ses dettes exigibles. Une entreprise est dite solvable juridiquement si elle est en mesure d'honorer ses dettes à travers ses actifs. Inversement, l'entreprise est insolvable si elle est en état de cessation de paiement. La solvabilité peut être mesurée à travers plusieurs ratios financiers qui permettent d'évaluer sa capacité à couvrir ses échéances à la fois de court terme et de long terme.

Afin de mesurer la solvabilité d'une entreprise, les analystes ont recours à des ratios spécifiques dont les plus utilisés sont le ratio d'autonomie financière et le ratio de capacité de remboursement.

Le premier ratio est égale au rapport des capitaux propres au Total bilan. Il permet d'évaluer le degré d'indépendance de l'entreprise vis-à-vis de ses prêteurs. En effet, si l'entreprise est trop endettée, cela signifie qu'elle risque de dépendre de ses prêteurs.

Le deuxième ratio, quant à lui, représente le rapport de la dette nette à l'Excédent Brut d'Exploitation (EBE).

Au côté de la solvabilité, la rentabilité vient compléter l'analyse financière de l'entreprise. La rentabilité peut être définie comme étant le rapport entre le résultat obtenu et les moyens mis en œuvre. Une entreprise est dite rentable si elle arrive à réaliser un chiffre d'affaire intéressant tout en maîtrisant ses charges. En de termes plus simples, la rentabilité correspond au chiffre d'affaire diminué des charges, fixes et variables.

Ce critère permet de donner une bonne visibilité nécessaire au pilotage de l'entreprise afin de s'assurer de sa solidité. De plus, elle intéresse vivement les prêteurs puisqu'elle constitue un gage de remboursement de leurs prêts. Il existe deux types de ratio pour mesurer la rentabilité de l'entreprise: Le ratio de rentabilité économique et celui de la rentabilité financière.

La rentabilité économique met en relation une variable de résultat économique avec l'actif Total. Le résultat considéré peut être le résultat d'exploitation (Altman, 1968 ; Taffler, 1982; Flagg *et alii*, 1991; Michalopoulos *et alii*, 1993), le résultat global – pour la mesure du *return on assets* par exemple (Weiss, 1996) – ou le résultat net (Burgstahler *et alii*, 1989 ; Calia et Ganugi, 1997).

La rentabilité financière (*return on equity*) représente le rapport du résultat au capital financier. Elle est exprimée par le ratio résultat global sur la capitalisation boursière (Mensah, 1984).

Le troisième aspect important dans l'analyse financière d'une entreprise est sa liquidité. Elle désigne une somme disponible immédiatement et qui peut prendre la forme de pièces et de billets, d'actifs bancaires ou financiers.

Dans le contexte de la finance d'entreprise, la liquidité réfère à la capacité de cette dernière à régler ses dettes arrivées à échéance dans le cadre de son activité courante.

Les entreprises ayant des difficultés à maintenir un niveau de liquidité peuvent avoir des problèmes de cessation de paiement. L'illiquidité d'une entreprise se traduit donc par son incapacité d'émettre des titres financiers acceptés sur le marché financier ou par les établissements bancaires.

Il existe une relation étroite entre la liquidité et l'image de confiance que parvient l'entreprise à renvoyer auprès des investisseurs. Plus l'entreprise soigne son notoriété plus les actifs qu'elle émet trouvent acheteurs et donc sont facilement liquides.

La mesure de ces indicateurs, solvabilité, rentabilité et liquidité, s'avère un exercice très important qui permet de mesurer la performance de l'entreprise et repérer les éventuels problèmes pour ainsi prendre les mesures nécessaires.

Idéalement, ces ratios doivent être évalués chaque mois, ou du moins chaque trimestre, afin de suivre l'évolution des tendances au sein de l'entreprise.

III. ANALYSE DU LIEN ENTRE LES PRATIQUES DE GOUVERNANCE ET LA SANTE FINANCIERE DE L'ENTREPRISE : CAS DE TOTAL MAROC & COSUMAR

A. *Hypothèse de Recherche et Méthodologie*

Nous avons formulé l'hypothèse suivante que nous allons tester à travers notre étude: « L'adoption des pratiques de gouvernance par l'entreprise impacte positivement sa santé financière».

Afin d'apporter une réponse à notre problématique, nous avons mené une étude sur deux entreprises marocaines cotées en bourse à savoir Total Maroc et Cosumar.

L'étude, consiste à établir un état des lieux des pratiques de gouvernance adoptées par les deux entreprises afin de mesurer leurs niveaux de maturité en matière de gouvernance.

Aussi, une analyse financière a été établie en vue d'appréhender leurs santés financières.

Les données utilisées pour cette étude ont été recueillies premièrement à partir de sources secondaires telles que la revue de littérature, les notes d'information publiées par les deux entreprises, ainsi que des études émanant d'instances nationales et internationales.

Afin de mesurer le niveau de maturité en matière de gouvernance, nous avons eu recours à une méthodologie quantitative à travers une enquête par questionnaire (cf. Annexes). Ce dernier a été administré auprès des deux entreprises et a été conçu sur la base des principes de gouvernance tels que mentionnés dans le Code Marocain de Bonnes Pratiques de Gouvernance d'Entreprises, reposant avant tout sur les dispositions légales et réglementaires et inspirés des principes de Gouvernance d'Entreprises de l'OCDE.

Les pratiques de gouvernance recensées chez les deux sociétés sont celles adoptées jusqu'à 2016.

L'appréhension de la santé financière, quant à elle, a été accomplie à travers une analyse financière par les ratios afin de mesurer la rentabilité, la solvabilité et la liquidité des deux entreprises.

Les données financières et comptables relatives aux deux sociétés sont collectées à partir de leurs états de synthèse publiés aux bulletins officiels.

B. *Etude de Cas de La Société Total Maroc*

1) *Etat des Lieux des Principales Pratiques de gouvernance:* Total Maroc adopte un mode de gouvernance moniste à Conseil d'Administration.

L'article 15 des statuts précise que la direction générale de la Société est assumée, sous sa responsabilité, soit par le président du CA avec le titre de président directeur général, soit par une autre personne physique nommée par le CA et portant le titre de directeur général.

Ainsi, la direction générale est assurée par un Directeur Général M. Arnaud LE FOLL qui exerce cette fonction depuis octobre 2013, tandis que le CA est présidé par M Olivier Chalvon Demersay.

Nous constatons donc une séparation des fonctions entre les Président du CA et le Directeur Général au sein de Total Maroc.

Selon l'article 13 des statuts, la société est administrée par un Conseil d'administration composé de 3 à 15 membres, pris parmi les actionnaires. Les administrateurs sont nommés par l'Assemblée générale ordinaire.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou morales. Dans ce dernier cas, lors de sa nomination, la personne morale est tenue de désigner un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités civiles et pénales que s'il était administrateur en son propre nom.

La mission du CA consiste, en premier lieu, à déterminer les orientations stratégiques de l'activité et à veiller à leur mise en œuvre. De plus, il procède à la vérification des comptes et à la nomination des dirigeants et détermine leurs rémunérations.

La fréquence des réunions du CA de Total Maroc est de minimum 4 par an. La présence effective de la moitié au moins des membres du CA lors de la réunion est nécessaire pour la validité des délibérations. Les décisions sont prises à la majorité des voix des membres présents ou représentés; la voix du président est prépondérante en cas de partage.

Le CA de Total Maroc ne comprend aucune femme administrateur. Nous constatons alors une absence de la gente féminine.

Afin de mener à bien ses missions, le CA s'appuie sur plusieurs comités spécialisés qui sont: le comité de direction, le comité d'entreprise, le comité d'audit et le comité d'hygiène et sécurité.

Le comité de direction est chargé du déploiement de la stratégie d'entreprise, d'assister le directeur général dans la prise de décisions. De plus, il est tenu de partager entre les directeurs les informations, projets en développement et questions managériales et leurs conséquences sur l'entreprise.

Ayant une mission consultative, le comité d'entreprise est tenu d'évaluer, de réaliser et de promouvoir les transformations structurelles et technologiques à effectuer dans l'entreprise, le bilan social de l'entreprise lors de son approbation, la stratégie de production de l'entreprise et les moyens d'augmenter la rentabilité ainsi que l'élaboration de projets sociaux au profit des salariés et leur mise à exécution.

En outre, le comité d'entreprise a pour mission également de réaliser et d'évaluer les programmes d'apprentissage, de formation-insertion, de lutte contre l'analphabétisme et de formation continue des salariés.

Le comité d'audit, quant à lui, a pour mission de définir le programme d'audit, de passer en revue les audits réalisés par les commissaires aux comptes. De plus, il aide le CA à s'acquitter des ses responsabilités de surveillance de l'information financière, de la gestion des finances, du contrôle et de la gestion des risques. Il est donc le garant de la fiabilité de l'information fournie aux actionnaires ainsi qu'au marché financier.

Le comité d'hygiène et de sécurité dispose d'un rôle essentiel au sein de l'organisation de Total Maroc. Il assure la détection des risques professionnels auxquels sont exposés les

salariés de la société, il veille au bon entretien et au bon usage des dispositifs de protection des salariés et à l'application des textes législatifs et réglementaires en matière de sécurité.

Outre les comités cités ci-dessus, Total Maroc dispose également d'un comité Stocks, d'un comité foncier, d'un comité d'investissement réseau, d'un comité crédit et d'un comité supply.

Il est à noter que la société Total Maroc ne dispose pas d'un comité de rémunération et de nominations. Ces deux missions sont assurées directement par le CA.

S'agissant des pratiques permettant une meilleure implication et un engagement des salariés. La société a participé aux offres réservées aux salariés du groupe dans le cadre du PEG-A (Plan d'Épargne Groupe – Actionnariat). Ces offres se sont opérées par le biais d'augmentations de capital réservées aux salariés en 2002, 2004, 2006, 2008, 2011, 2013 et 2015.

Total Maroc est dotée d'une charte « Sécurité Santé Environnement Qualité » qui comprend des principes fondamentaux applicables à la société en matière de protection des personnes et de l'environnement. En effet, la société déploie des systèmes de management de la sécurité basés sur le référentiel ISSRS (International Small Site Safety Rating System).

En matière de diffusion de l'information financière et celle touchant son activité, la société recourt aux publications électroniques sur son site internet ainsi que sur le site de la Bourse de Casablanca, de l'Autorité Marocaines des Marchés des Capitaux (AMMC) et des journaux électroniques.

2) *Analyse Financière de Total Maroc*: L'ensemble des données utilisées dans les calculs sont issues des états financiers des exercices 2013, 2014 et 2015.

En 2013 et 2014, Le Fonds de Roulement est positif puisque les ressources stables de l'entreprise sont supérieures aux emplois stables. Il représente donc une réserve financière qui permet de contribuer au financement du cycle d'exploitation. Cependant, l'année 2015 est marquée par un FR négatif du fait de l'augmentation de l'Actif Immobilisé, notamment les immobilisations en cours.

Le besoin en fonds de roulement est positif, cela signifie que les emplois d'exploitation de l'entreprise sont supérieurs aux ressources d'exploitation. Total Maroc devra donc financer ce besoin soit en ayant recours à son Fond de Roulement soit à l'aide des dettes financières à court terme notamment le concours bancaires, c'est-à-dire le découvert bancaire. Nous remarquons également que le BFR a connu une augmentation de 2013 à 2014, cependant, l'entreprise a réussi à le baisser de 16% en 2015.

La Trésorerie nette est l'un des meilleurs indicateurs de la bonne santé financière de l'entreprise. Elle représente l'excédent de liquidités dont elle dispose par rapport à ses dettes financières à court terme. La valeur de la TN permet d'appréhender l'équilibre financier de la structure.

La Trésorerie Nette enregistrée durant les trois années est négative, cela signifie que Total Maroc ne dispose pas de

fonds nécessaires pour couvrir ses dépenses à court terme et encore moins pour investir.

La rentabilité économique est un indicateur de la profitabilité d'une entreprise. Elle reprend le montant du résultat d'exploitation moins l'impôt sur les sociétés rapporté aux capitaux stables de l'entreprise (Actif économique). La rentabilité économique permet donc d'apprécier la performance de l'entreprise en retenant l'ensemble de ses capitaux durables utilisés.

En 2013, 100 Dhs de capitaux investis ont permis de dégager 16 Dhs (16/100) du résultat. Cette même mesure a affiché 13.6 Dhs (13.6/100) en 2014 et 15.5 Dhs (15.5/100) en 2015. La diminution de la rentabilité économique en 2014 s'explique par l'augmentation de l'actif économique, par rapport à 2013, suite à l'augmentation du BFR, due à son tour à la baisse non proportionnelle de l'Actif Circulant et du Passif Circulant. En 2015, la rentabilité s'est appréciée pour atteindre 16%.

La rentabilité financière ou le taux de profit mesure l'aptitude de l'entreprise à rentabiliser les capitaux ainsi engagés par les actionnaires. En 2013 et 2014, 1Dh investi de capitaux propres rapporte 38 Dhs à l'entreprise. La rentabilité financière de l'entreprise a connu une augmentation de 10.5% pour se stabiliser à 42%.

La rentabilité commerciale mesure combien de Dirhams l'entreprise gagne quand elle en produit un (si on suppose qu'elle vend chaque produit à 1 Dirham). Les chiffres obtenus traduisent que dans chaque 100 Dhs du Chiffre d'affaires Total Maroc gagnait 3 Dh en 2013. Cette rentabilité a connu une diminution de 9% en 2014, et une augmentation de 27% en 2015, cette dernière s'explique par l'augmentation du résultat net de l'entreprise.

Quant aux ratios de structure d'endettement, en 2013, Total Maroc affichait un Gearing de 90.56% avoisinant ainsi les 100% ce qui lui rendait très difficile le financement externe à travers l'endettement. Ce ratio a été ramené à 75% en 2015. Ainsi Total Maroc reste dépendante de ses prêteurs et ne dispose pas d'une marge de manœuvre en terme de recours à un financement externe.

De plus, tout au long des trois années, le ratio d'indépendance dépasse à peine les 50% avec une légère augmentation en 2015. Ce ratio confirme la situation de dépendance de la société vis-à-vis de ses prêteurs.

C. Etude de Cas de La Société Cosumar

1) *Etat des Lieux des Principales Pratiques de gouvernance*: Cosumar adopte un mode de gouvernance moniste à Conseil d'Administration.

La direction générale de Cosumar est assurée par M. Mohammed Fikrat qui assure en même temps la fonction du Président du Conseil d'Administration. Il existe donc une confusion entre les fonctions du Directeur Général et du Président du Conseil d'Administration au sein de Cosumar.

L'article 14 des statuts stipule que sous réserve des dispositions de tout pacte d'actionnaires relatif à la société, la société est administrée par un Conseil d'administration

composé de trois membres au moins et de quinze membres au plus. Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou morales. La durée du mandat des administrateurs est de six ans renouvelables et celle du Président Directeur Général est de quatre (4) ans renouvelable.

Il est à noter que le CA de Cosumar comprend neuf administrateurs, dont trois nommés sur proposition des investisseurs institutionnels (AXA, CMR-CAR et RMA Cap Dynamique), trois sur celle de Wilmar, deux administrateurs indépendants et le Président Directeur Général, dont la voix n'est pas prépondérante.

Nous retenons alors que le CA de Cosumar comprend deux administrateurs indépendants.

Le CA détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre. De plus, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle, par ses délibérations, les affaires qui la concerne. Par ailleurs, il procède à tous les contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Les décisions du CA lors des réunions sont prises à la majorité des membres présents ou représentés. Sont réputés présents pour le calcul du quorum et de la majorité, les administrateurs qui participent à la réunion du Conseil d'Administration par moyens de visioconférence ou moyens équivalents. Ainsi, le CA ne délibère valablement que si au moins la moitié de ses membres sont présents. Il est à noter que la fréquence des réunions des conseils d'Administration de Cosumar est entre 4 à 5 réunions par an.

Le Conseil d'Administration de Cosumar ne comprend aucune femme administrateur. Nous constatons alors une absence de la genre féminine au sein du CA de Cosumar.

Afin de mener à bien ses missions, le CA s'appuie sur 3 comités spécialisés à savoir, le comité stratégique, le comité des risques et d'audit et le comité des ressources humaines.

Ces trois comités statuant dans l'ensemble des domaines d'activité avec différents niveaux de compétences. Les comités consultatifs du conseil d'administration sont composés d'administrateurs représentants Wilmar, les Investisseurs Institutionnels et également d'administrateurs indépendants.

Le comité stratégique a pour mission de formuler des recommandations au CA de la société sur les principales orientations stratégiques de la société, sur les projets industriels, commerciaux ou techniques, sur les différents partenariats ainsi que sur le budget annuel de la société et ses filiales.

Le comité des risques et d'audit a pour mission de formuler des recommandations au CA en matière de revue des procédures d'audit et de comptabilité, des comptes et des plans d'actions annuels.

Le comité des ressources humaines a pour mission de formuler des avis sur les critères de détermination de la rémunération, sur les procédures relatives au recrutement et sur les politiques des ressources humaines de la société.

Concernant les droits des actionnaires, Tout actionnaire a le droit d'obtenir, dans les conditions et aux époques fixées par la Loi, communication des documents nécessaires pour lui

permettre de se prononcer en connaissance de cause et de porter un jugement sur la gestion et le contrôle de la Société.

Il est à préciser que Cosumar est soumise aux dispositions des articles 16 - 17 et 18 du dahir n°1-93-212 du 21/09/1993 relatif à l'information des actionnaires des sociétés dont les titres sont cotés à la Bourse des Valeurs.

Les actionnaires de Cosumar ont le droit d'assister aux Assemblées Générales de l'entreprise et d'y voter quelque soit le nombre d'actions sur lesquelles ils détiennent des droits. Le vote se fait soit directement, en se présentant et en assistant à l'AG, ou à travers une procuration ou encore par voie de correspondance.

Tout actionnaire peut voter par correspondance au moyen d'un formulaire. La convocation doit indiquer les conditions et les modalités du vote par correspondance. Il peut se faire représenter par un autre actionnaire, par son conjoint, par un ascendant ou descendant dans toutes les assemblées et ce, sans limitation du nombre de mandats ni de voix dont peut disposer une même personne, tant en son nom personnel que comme mandataire.

Par ailleurs, Cosumar applique le principe recommandé par le Code Marocain de Bonnes Pratiques de Gouvernance des Entreprises à savoir « une action, une voix ».

Au-delà des obligations réglementaires, Cosumar démontre son engagement dans les domaines sociaux, sociétaux et environnementaux à travers la signature de plusieurs partenariats. A titre d'exemple, le partenariat signé avec le groupe marocain Attijariwafa Bank ayant pour but d'appuyer les TPME qui œuvrent dans l'écosystème de l'entreprise, à travers d'un dispositif de soutien et d'accompagnement.

Le leader marocain de sucre a également signé une convention avec la CGEM pour le renforcement du partenariat Grandes Entreprises et PME. Il s'est investi dans de nombreuses actions dans le domaine socio-éducatif via des partenariats avec des ONGs marocaines.

Grâce à l'ensemble des actions menées par le groupe, ce dernier s'est vu offrir plusieurs distinctions notamment le trophée « Top-performer » par Vigeo [6], le label RSE par la CGEM pour l'ensemble de ses filiales en 2012 [7], ainsi que le prix « Pionniers de la responsabilité sociétale des entreprises et de l'économie verte en Afrique » au 2ème Forum RSE Afrique à Tunis en 2013.

Cosumar a adopté également un code d'éthique et de conduite des affaires afin de se mettre en conformité avec le référentiel international ISO 26000. Le but est de réduire les incertitudes des comportements et de donner à tous les collaborateurs du groupe une meilleure compréhension de ses valeurs fondamentales.

En dehors des Assemblées Générales, le leader du sucre au Maroc communique ses informations financières ainsi que celles touchant son activité à travers des publications électroniques sur son site Internet ainsi que sur le site de la Bourse de Casablanca, de l'AMMC et des journaux électroniques.

Cosumar a désigné un responsable de sa communication financière qui est chargée de définir une politique de

communication structurée, de centraliser l'information et de jouer le rôle d'interlocuteur vis-à-vis des tiers.

La stratégie de formation adoptée par Cosumar repose sur le développement des connaissances, des compétences ainsi que le renforcement du savoir-faire, réel vecteur de développement de l'entreprise.

Dans ce cadre, une politique de développement professionnel et de gestion des talents a été mise en place pour garantir l'harmonisation des exigences de l'activité de l'entreprise avec le développement des collaborateurs, de manière à concilier objectifs stratégiques, compétences, attentes, motivations et potentiel des ressources humaines de l'entreprise.

Dans ce sens, Cosumar offre des formations liées aux métiers techniques pour la mise à niveau et le perfectionnement des compétences, ainsi que des formations sur l'audit énergétique pour se conformer aux exigences de la loi N°47-09 sur l'efficacité énergétique.

2) *L'Analyse Financière de Cosumar* : L'ensemble des données utilisées dans les calculs sont issues des états financiers de Cosumar des trois dernières années, en l'occurrence 2013, 2014, 2015.

Le Fonds de roulement de Cosumar est positif tout au long des 3 exercices puisque les ressources stables sont supérieures aux emplois stables. Ce constat signifie que l'entreprise dispose d'une réserve financière lui permettant de financer le cycle d'exploitation.

Si l'on analyse l'évolution du Besoin en Fonds de Roulement de Cosumar, nous pouvons conclure que la société a bien su le maîtriser. D'un niveau assez élevé en 2013, le BFR a été réduit d'environ 54% en 2014 pour le transformer en une ressource en Fonds de Roulement en 2015 ce qui permettra d'alimenter la trésorerie de la société.

D'autre part, à travers l'analyse de sa Trésorerie nette, nous pouvons dire que Cosumar réalise un équilibre financier à court terme entre son FR et son BFR. En effet, avec avoir réalisé une TN négative en 2013, la société a pu inverser la donne en 2014 et 2015 ; désormais, ses ressources permettent de couvrir l'intégralité de ses besoins. De plus, la société dispose de liquidités suffisantes pour financer ses dépenses nouvelles sans avoir recours à un mode de financement externe.

Concernant la rentabilité économique, en 2013, 100 Dhs de capitaux investis ont permis de dégager 14 Dhs (14/100) du résultat. Cette même mesure a affiché 12 Dhs (12/100) en 2014 et 16 Dhs (16/100) en 2015. En 2015, Cosumar a pu augmenter sa rentabilité économique par rapport à 2013 et 2014. Ceci s'explique par la transformation du Besoin en Fonds de Roulement en une Ressource en Fonds de Roulement (BFR<0).

La rentabilité financière de Cosumar a connu une baisse de 25.69% en 2014 et une augmentation de 10.71% en 2015. Cette évolution est expliquée par le résultat net de la société qui a suivi la même évolution.

Pour ce qui est de la rentabilité économique, Les chiffres obtenus traduisent que dans chaque 100 Dhs du Chiffre d'affaires, la société gagnait environ 12 Dh en 2013. Cette rentabilité a connu une diminution en 2014 et en 2015, qui

s'explique par la baisse du résultat net de l'entreprise en 2014 et l'augmentation de son CA en 2015.

Quant aux ratios de structure d'endettement, Cosumar réalise un gearing largement inférieur à 50%, nous pouvons conclure donc qu'elle est très indépendante des prêteurs. D'ailleurs, elle a pu rembourser la totalité de ses dettes à long terme en 2015 pour se trouver avec un taux d'endettement égale à zéro.

De plus, son ratio d'indépendance est en évolution parfaite et cohérente avec l'évolution du ratio calculé précédemment. En 2015, le leader marocain du sucre est devenu à 100% indépendante de ses prêteurs.

Enfin, en 2013 et 2014, le ratio liquidité générale est supérieur à 1. En 2015, ce ratio a connu une légère baisse mais cela ne remet pas en question sa liquidité.

IV. RÉSULAT

Afin de présenter au mieux les conclusions des études de cas, et dans le but de faciliter la comparaison entre les deux entreprises, nous allons procéder à une analyse selon les deux principaux axes à savoir: la gouvernance et la santé financière.

A. L'Axe de La Gouvernance

Après avoir présenté les principales pratiques de gouvernance adoptées par Total Maroc et Cosumar, nous allons procéder à une comparaison entre les deux entreprises. Cette comparaison se fera à travers un tableau synthétisant les pratiques de gouvernance adoptées par chacune des deux entreprises.

TABLE I
 SYNTHÈSE DES PRATIQUES DE GOUVERNANCE

L'Entreprise	Pratiques Adoptées
Total Maroc	Séparation des fonctions du Directeur Général et Président du CA. Respect des fonctions de l'organe de gouvernance. Existence de comité spécialisé dont le comité d'audit. Absence de comité de rémunération. Absence d'administrateurs indépendants au sein du CA et des comités spécialisés. Fixation d'un minimum de 10 actions pour les actionnaires afin d'assister aux Assemblées Générales Ordinaires. Adoption de moyens de participation à distance dans les AGs et les réunions du CA. Absence de possibilité de vote par correspondance. L'entreprise consacre un chapitre « Gouvernance d'entreprise » dans son rapport annuel. L'entreprise utilise Internet en tant que moyen complémentaire de diffusion d'informations. Mise en œuvre de pratiques et d'incitation des salariés. Adoption d'une charte de sécurité environnement et qualité. L'entreprise ne dispose pas d'un label RSE décerné par la CGEM.

Cosumar notamment les	Confusion entre les fonctions du Directeur Général et du Président du Conseil d'Administration : il s'agit d'un Président Directeur Général. Respect des fonctions de l'organe de gouvernance. Existence de comités spécialisés dont le comité d'audit et le comité des Ressources Humaines qui en charge de la rémunération. L'existence d'administrateurs indépendants au sein du Conseil d'Administration ainsi qu'au niveau des comités spécialisés notamment le comité d'audit. Mise à disposition des actionnaires de l'ensemble des documents relatifs aux Assemblées Générales. Droit des actionnaires à participer aux Assemblées Générales sans fixer un minimum d'actions. Adoption de moyens de participation à distance dans les AGs et les réunions du CA et les visioconférences. Instauration de dispositions statutaires permettant le vote par correspondance. Application du principe « une action, une voix ». L'entreprise consacre un chapitre « Gouvernance d'entreprise » dans son rapport annuel. L'entreprise utilise Internet en tant que moyen complémentaire de diffusion d'informations. Mise en œuvre des pratiques, au-delà des obligations réglementaires, dans les domaines sociaux, sociétaux et environnementaux. Désignation d'un responsable de communication financière. Possession d'un Label Responsabilité Sociale de l'Entreprise (RSE) de la CGEM pour l'ensemble des filiales, ainsi qu'un trophée de la part de VIGEO. Adoption d'un code d'éthique.
-----------------------	--

L'analyse des pratiques de gouvernance des deux sociétés s'avère un exercice très important dans la mesure où il permet de déterminer et de mesurer le niveau de maturité de chacune d'elle en matière de gouvernance.

S'agissant de Total Maroc, elle est consciente du rôle que joue la gouvernance pour le maintien de sa pérennité et sa stabilité. En effet, elle a su marquer des points à ce niveau par l'adoption de certaines pratiques telles que la séparation des fonctions du Directeur Général et celles du Président du Conseil d'Administration, l'adoption de moyens de participation à distance dans les Assemblées Générales ainsi que les réunions du CA, et la mise en place de comités spécialisés dont le comité d'audit.

A cela s'ajoute les pratiques permettant une meilleure implication et un encouragement des salariés à travers son offre dans le cadre du Plan Epargne Groupe – Actionnariat (PEG- A).

Cosumar, quant à elle, a démontré une très bonne maturité en matière de gouvernance. En effet, et en plus des pratiques adoptés par Total, elle dispose également d'un comité RH en charge de la rémunération et assure le droit des actionnaires à participer aux AGs sans fixer un minimum d'actions ainsi que la possibilité de vote par correspondance et l'application du principe « une action, une voix ».

En outre, Cosumar dispose d'un organe de gouvernance indépendant avec l'existence de 3 administrateurs non exécutifs au niveau du conseil et ses comités.

Le leader marocain de sucre a également mis sur le volet Responsabilité Sociale de l'Entreprise à travers sa conduite de plusieurs actions en faveur de l'environnement et de la société. De plus, la société adopte un code d'éthique qui détermine les comportements fondamentaux auxquels adhèrent l'ensemble de ses collaborateurs. Elle a également désigné un responsable de sa communication financière.

Après avoir dévoilé les pratiques de gouvernance qu'adopte chacune des deux entreprises, nous pouvons conclure que le niveau de maturité de Cosumar est élevé par rapport à celui de Total Maroc.

De ce fait, Cosumar dispose d'une bonne gouvernance et est consciente de son importance.

B. L'Axe de la Santé Financière

1) *La Santé Financière de Total Maroc:* L'analyse financière de l'entreprise a porté sur les exercices complets de 2013, 2014 et 2015. Durant les années 2013 et 2014, Total Maroc disposait d'un Fonds de Roulement positif ce qui signifie que ses ressources stables étaient supérieures à ses emplois stables.

Cet excédent lui permettait donc de financer son activité d'exploitation. Durant la même période, l'entreprise a enregistré un BFR assez important qui a connu une augmentation en 2014 et une Trésorerie Nette négative ; l'entreprise n'avait donc pas de disponibilités afin de financer ses dépenses à court terme encore moins à investir.

En 2015, le Fonds de Roulement a connu une chute et a affiché un montant négatif de -60MMAD, cependant, l'entreprise a réussi à faire baisser son BFR de 15.63% mais

qui demeure assez élevé. La Trésorerie Nette, quant à elle, est restée négative. S'agissant de la rentabilité, Total Maroc a enregistré durant ces trois derniers exercices un bon niveau de rentabilité.

Nous avons constaté également que Total Maroc est dépendante vis-à-vis de ses prêteurs. En effet, en 2013, l'entreprise était très endettée avec un gearing de plus de 90%.

Ce même taux a été réduit en 2015 jusqu'à 75% reflétant ainsi un taux d'indépendance de plus de 57%.

Le tableau ci-dessous reprend les principales forces et faiblesses de l'entreprise

TABLE II
 SYNTHÈSE DE LA SANTÉ FINANCIÈRE

Forces de Total Maroc			Faiblesses de Total Maroc
Rentabilité commerciale	en	croissance.	Fonds de Roulement négatif
Rentabilité financière	en	croissance.	Niveau d'endettement .
			BFR assez élevé.

Nous constatons donc que durant ces trois années, Total Maroc n'était pas dans le meilleur de ses états.

2) *La Santé Financière de Cosumar:* Tout comme le premier cas, l'analyse financière de Cosumar a porté sur les exercices complets de 2013, 2014 et 2015 durant lesquels l'entreprise a fait preuve d'une très bonne santé financière.

Tout au long de ces années, l'entreprise disposait d'un Fonds de Roulement positif ce qui signifie que ses ressources stables étaient supérieures à ses emplois stables, c'est-à-dire que l'orthodoxie financière est respectée.

Cet excédent lui permettait donc de financer son activité d'exploitation. De plus, l'entreprise a su maîtriser son BFR puisqu'elle a réussi à le réduire de plus de 50% de 2013 à 2014 et à le transformer en une Ressource en Fonds de Roulement en 2015 de l'ordre de 358MMAD.

Pour ce qui est de la Trésorerie nette son évolution traduit un bon équilibre financier puisqu'elle est tantôt positive tantôt négative.

S'agissant de la rentabilité, Cosumar a enregistré durant ces trois derniers exercices un bon niveau de rentabilité économique. Elle a également affiché un ratio de liquidité supérieur à 1.

Côté relation avec ses prêteurs, Cosumar est parfaitement indépendante. En effet, elle a pu rembourser en 2015 la Totalité de ses dettes de financement pour se retrouver avec un gearing égale à zéro et donc un ratio d'indépendance égale à 100%.

La tendance positive des trois années nous permet de conclure que Cosumar jouit d'une bonne santé financière.

TABLE III
 SYNTHÈSE DE LA SANTÉ FINANCIÈRE

Forces de Cosumar	Faiblesses de Cosumar
Rentabilité économique en croissance. Fonds de Roulement suffisant. BFR<0 (Ressources en Fonds de Roulement) Liquidité suffisante. Parfaite indépendance vis-à-vis les prêteurs (Gearing = 0). Bon équilibre financier.	Rentabilité commerciale en baisse.

V. CONCLUSION

Au terme de cette analyse, nous récapitulons ses moments forts. Nous nous sommes donc assigné comme objectif général d'étudier le lien entre la gouvernance et la santé financière de l'entreprise.

Pour ce faire, nous avons élaboré une hypothèse de base à savoir: "L'adoption des pratiques de gouvernance par l'entreprise impacte positivement sa santé financière".

Notre étude a porté sur deux entreprises à savoir Total Maroc et Cosumar. Puisque nous cherchons à démontrer le lien entre la gouvernance et la santé financière, l'étude a été menée selon ces deux axes.

L'analyse du premier axe a révélé un bon niveau de maturité en matière de gouvernance pour Cosumar comparé à Total Maroc.

Le deuxième axe, quant à lui, nous a permis d'appréhender la santé financière des deux sociétés et de conclure que Cosumar est en très bonne santé financière, contrairement à Total Maroc qui doit travailler dessus pour l'améliorer.

A cet effet, nous pouvons donc déduire le lien existant entre la gouvernance et la santé financière et d'affirmer l'hypothèse de base stipulant le lien positif entre les deux concepts. Ceci dit une bonne gouvernance impacte positivement la santé financière de l'entreprise.

REFERENCES

- [1] Mercer, "Shedding light on responsible investment: Approches, returns and impacts", 2009.
- [2] Ministère des Affaires Economiques et Générales, Confédération Générale des Entreprises Marocaines "Code Marocain de Bonnes Pratiques de Gouvernance d'Entreprise," Maroc, Mars 2008.
- [3] G.Charreaux, "Le gouvernement des entreprises: théories et faits", Economica, Paris, 1997.
- [4] Organisation de Coopération et de Développement Economique, "Principe de Gouvernement d'Entreprise", 2004.
- [5] J. LAHILLE, "Analyse financière", éditions SIREY, 2004.
- [6] Extraits des Rapports d'Analyse des Top Performers VIGEO, Janvier 2014.
- [7] A. El Affas, "Responsabilité Sociale: Cosumar, Entreprise Championne en 2012", 25/12/2012, L'Economiste.
- [8] H.B. Ayed-Koubaa, "L'Impact des mécanismes Internes de Gouvernement de l'Entreprise sur la Qualité de l'Information Comptable", La place de la dimension européenne dans la Comptabilité Contrôle Audit, Mai 2009, Strasbourg, France.
- [9] B. Baysinger et H. Butler, "Corporate Governance and the Board of Directors : Performance Effects of Changes in Board Composition", *Journal of Law and economics*, n°1, 1985.
- [10] IMA, "Enquête sur Les Pratiques de gouvernance des Sociétés Cotées", 2013.
- [11] IMA, "Transparence et Diffusion de l'Information Non Financière des Sociétés Cotées", 2015.
- [12] A. Dardour, "L'Influence de la Gouvernance et de la Performance sur la Rémunération des Dirigeants," thèse de doctorat, Institut d'Administration des Entreprises, Université Toulouse 1, France, Mai 2009.
- [13] A. Mezghani, A. Ellouze, "Gouvernement d'Entreprise et Qualité de l'Information Financière". "Comptabilité et Environnement", Mai, 2007.
- [14] S. Madhar, "Corporate Gouvernance et Performance des Entreprises: Cas des Emetteurs Marocains," thèse de doctorat, Groupe Institut Supérieur de Commerce et d'Administrations des Entreprises, Casablanca, Maroc, Juin 2016.
- [15] G. Charreaux, "Structure de Propriété, Relation d'Agence et Performance Financière", *Revue économique*, 1991, 42-3, pp 521-552.
- [16] C.Chatelin-Ertur et E.Nicolas, "Gouvernance et decision", *Revue des Sciences de Gestion*, 2011/5 (n°251).
- [17] C. Refait, "La Prévision de la Faillite Fondée sur l'Analyse Financière de l'Entreprise: Un Etat des Lieux", *Économie & prévision*, n°162, 2004-1
- [18] Circulaire n°01/05 relative aux règles déontologiques devant encadrer l'information au sein des sociétés cotées, Mars 2005.
- [19] Circulaire du CDVM n°07/09 relative à la publication et à la diffusion d'informations financières par les personnes morales faisant appel public à l'épargne; Juin 2009.
- [20] Circulaire CDVM n°05/10, relative au devoir de vigilance et de veille interne, Décembre 2010.
- [21] Note d'information de Cosumar relative à une Offre Publique d'Achat OPA", (2014).
- [22] Note d'information de Total Maroc relative à son introduction en bourse, 2015.
- [23] Le site de l'AMMC: <http://www.ammc.ma>
- [24] Le site de Total Maroc: <http://www.total.ma>
- [25] Le site de Cosumar: <http://www.cosumar.co.ma>

ANNEXES

(Questionnaire sur les pratiques de gouvernance)

N°	Questions	0	1	2	3	4	5	Réponse directe
		inexistant	prise de conscience	début de mise en œuvre	formalisation	Pilotage	Optimisation	
1) Structure de gouvernance								
1-1)	<u>Le mode de gouvernance adopté</u> (mode moniste à Conseil d'Administration / Mode dual à Conseil de Surveillance et à Directoire)							
1-2)	<u>Séparation des fonctions du Président du CA et du Directeur Général</u> Existe-t-il une séparation entre les fonctions du Président du CA et ceux du Directeur Général?							
2) Fonctionnement, composition et responsabilité de l'organe de								
2-1)	<u>Le Conseil d'Administration</u> Le Conseil d'Administration a-t-il un rôle défini dans les domaines suivants? (Contrôle des principaux investissements / désinvestissements; Revue des risque principaux; Validation du budget annuel et du programme des activités; Contrôle de mise en oeuvre de la stratégie; Définition de la stratégie) Y-a-t-il un programme de formation pour les administrateurs leur permettant de mettre à jour leurs connaissances et de faciliter l'exercice de leur mandat? Procédez-vous à une évaluation de votre organe de gouvernance?							
2-2)	<u>La relation du Conseil aux principaux dirigeants</u> Pour les principaux dirigeants, le Conseil d'Administration est-il en mesure de : Organiser leur succession ou leur remplacement. Suivre leur performance, les Le Conseil d'Administration a-t-il confié ses responsabilités à un comité spécialisé?							
2-3)	<u>Fonctionnement du Conseil d'Administration</u> A quelle fréquence le CA tient ses réunions?							
2-4)	<u>Taille du Conseil d'Administration</u> De combien de membres est constitué le Conseil d'Administrations?							
2-5)	<u>Mixité du Conseil d'Administration</u> Existe-t-il des femmes au sein du Conseil d'Administration?							
2-6)	<u>Indépendance du Conseil d'Administration</u> Quelle est la proportion des administrateurs indépendants (Non exécutifs) au sein du CA?							
2-7)	<u>Quelles qualités distinguent, selon vous, les administrateurs indépendants?</u> (Absence de tout conflits d'intérêts, Indépendance d'esprit/ caractère, Absence de lien de parenté avec un actionnaire ou dirigeant, Aucun Mandat exécutif au sein de l'E/se)							
2-8)	<u>Composition du Comité d'Audit</u> Les Administrateurs non exécutifs sont-ils majoritaires? Est-il composé d'Administrateurs ayant connaissance des spécificités comptable et financières?							
2-9)	<u>Missions du comité d'Audit</u> (Suivi de l'efficacité des dispositifs de contrôle interne, Contrôle du processus d'arrêté des comptes, Revue du programme annuel d'audit interne, Revue de l'ensemble des rapports et leurs annexes,...)							
2-10)	<u>Les moyens du comité d'Audit</u> Les membres du Comité d'audit ont-ils la faculté de rencontrer, hors la présence du management, les responsables financiers et du contrôle et des risques? Le comité d'Audit peut-il faire appel à une expertise externe en cas de besoin? Le comité d'Audit a-t-il libre accès à l'ensemble des rapports et recommandations des auditeurs internes et externes, des autorités de tutelles ou de contrôle?							

	2-11)	<u>Composition au Comité de nomination et de rémunération</u> Le comité comprend-il au moins un Administrateur externe et non salarié? Le comité peut-il se réunir hors la présence des dirigeants?							
	2-12)	<u>Missions du comité de nominations et de rémunérations</u> (Politique de rémunération des principaux dirigeants, Détermination des critères de leur rémunération variable, Etablissement d'un plan de succession des principaux dirigeants, Règles de répartition des jetons de présence des Administrateurs,...)							
	2-13)	<u>Les moyens du comité de nomination et de rémunération</u> Le comité est-t-il composé d'administrateurs ayant la compétence et l'expérience nécessaires?							
3) Droit des Actionnaires									
	3-1)	<u>Assemblée Générale</u> L'actionnaire doit-il détenir un nombre minimum d'actions pour participer à l'AG? Les actionnaires peuvent-ils demander l'inscription de points à l'ordre du jour? Quel est le moyen de vote adopté au sein des AG (Participation directe, Vote par procuration, Vote par correspondance)							
	3-2)	L'entreprise s'engage-t-elle à garantir un traitement équitable entre tous les actionnaires?							
	3-3)	Les actionnaires ont-t-ils accès à aux informations pertinentes sur la société <u>Protection des actionnaires minoritaires</u> Liberté de cession de leurs titres, Fiabilité dans les méthodes d'enregistrement de leurs titres, Application du principe "une action, une voix".							
4) Transparence et diffusion d'information									
	4-1)	<u>Diffusion de l'information aux actionnaires</u> L'information des actionnaires porte-elle effectivement, et avec des éléments pertinents, sur: le résultat? La situation financière? Les conventions réglementées? Les engagements hors bilan? Les risques significatifs? La rémunération des Administrateurs? La politique de rémunération, détaillée, des dirigeants?							
	4-2)	<u>Moyens de diffusion de l'information en dehors de l'AG</u> Avis dans la presse, le site internet institutionnel de l'entreprise, des réunions d'informations, une lettre d'information aux actionnaires.							
	4-3)	<u>Communication avec le Marché</u> L'entreprise communique-t-elle avec les analystes financiers et la presse financière? L'entreprise a-t-elle désigné un responsable de la communication financière en charge de centraliser et coordonner?							
5) Autres parties prenantes de l'entreprise									
	5-1)	<u>Accès des parties prenantes à une information significative sur la gouvernance de l'entreprise.</u>							
	5-2)	<u>Des pratiques permettant une meilleure implication et un engagement des salariés.</u>							
	5-3)	<u>Mise en œuvre des pratiques, au-delà des obligations réglementaires, dans les domaines sociaux, sociétaux et environnementaux.</u>							
	5-4)	<u>Adoption de la Charte de Responsabilité Sociale, recommandée par la CGEM.</u>							
	5-5)	<u>Existence d'un Code déontologique</u>							

