

Restructuration des Entreprises Publiques et Dynamique Boursière

Par Fakhri Issaoui¹

Résumé :

Cet article essaye d'expliquer pourquoi les gouvernements font recours aux marchés boursiers pour privatiser leurs entreprises publiques. En effet, sur le plan théorique, les faits stylisés montrent qu'une telle modalité est fructueuse toutes les fois qu'elle permet d'atteindre un ensemble d'objectifs largement sollicités aussi bien par les gouvernements que par le grand public (développement boursier, promotion de l'actionnariat salarial et l'actionnariat populaire etc.). A travers une étude descriptive macroéconomique, nous avons montré que, dans le cas tunisien, les restructurations des entreprises publiques (qui ont transité par le marché boursier) ont pu créer une dynamique qui s'est manifestée par l'élargissement de la taille du marché, l'amélioration du rendement du marché, l'augmentation du nombre des épargnants-investisseurs.

Mots clés : Bourse, Restructuration/Privatisation, Efficacité,

Abstract:

This article tries to explain why the governments make appeal to stock markets to privatize their public enterprises. Indeed, and on the theoretical plan, the stylized facts show that such a modality is fruitful all the times when she allows to achieve a set of objectives widely sought as well by the governments as by the general public (development grant holder, promotion of the wage shareholding and the popular shareholding etc.). Through a macroeconomic descriptive study, we showed that, in the Tunisian case, the restructurings of public enterprises (which passed in transit by the stock market) were able to create a dynamics which showed itself by the release of the size of the market, the improvement of the return of market, the increase of the number of the savers-investors.

Keywords: stock exchange, Restructuring / privatization, Efficiency,

¹ Docteur en sciences économiques. Enseignant universitaire dans les facultés tunisiennes.
Adresse : BP 67 bab elkhadra 1075 Tunis République Tunisienne, Email : fakhriissaoui@yahoo.fr

Introduction

Dès le tournant des années 90, la privatisation des EP² s'est manifestée sur le plan économique comme étant une solution irréversible aux contre-performances du secteur public qui ont caractérisé et dominé la décennie des années 80. Et bien que ce phénomène ait débuté depuis la seconde moitié des années 70, trois nouveaux facteurs lui ont donné une nouvelle dimension et surtout un nouvel élan à la fin des années 80³.

Primo : la régulation étatique dans les ex- économies socialistes a révélé ses limites et ses incapacités à assurer les différents équilibres macro- économiques qui n'ont cessé de se détériorer. Dès lors, l'échec de la planification centralisée fondée sur la propriété publique généralisée des moyens de production a nécessité une transition à l'économie de marché via l'abolition du secteur public par le biais d'un mouvement massif de privatisation.

Secundo : la décennie des années 80 qui a été caractérisée dans plusieurs pays en développement et même développés par des crises persistantes de la balance de paiements, une stagnation économique, des déficits budgétaires insoutenables et d'inflations chroniques ; a remis en cause les stratégies de développement étatiques telles que les ISI⁴ qui ont dominé, depuis les années 40, ainsi qu'à leur outil exécutif à savoir les EP. Par conséquent, la privatisation s'est submergée comme étant une solution par excellence vu qu'elle a permis à la fois de supprimer une source importante de déséquilibre des finances publiques, d'attirer des capitaux étrangers pour financer le compte courant et réduire la dette extérieure.

Tertio : le succès qu'a connu les pays du sud - est asiatique, où le secteur privé ait attribué exclusivement à la croissance et au développement économique, a encouragé beaucoup de pays à privatiser leurs secteurs publics pour déclencher l'initiative privée et renforcer la concurrence.

Dès lors, la réunion simultanée de ces facteurs a rendu les privatisations actuelles aussi bien : « mondiales » que « pragmatiques ». Autrement dit la quasi-totalité des pays dans le monde, dans le cadre

² EP : entreprise publique

³ Guillermo Larrain et Carlos D Wingroad[1996] « Privatisation massive, finances publiques et macroéconomie, le cas de l'Argentine et du Chili » Revue économique vol 47 n° 6, Nov 1996 pp 1373-1405

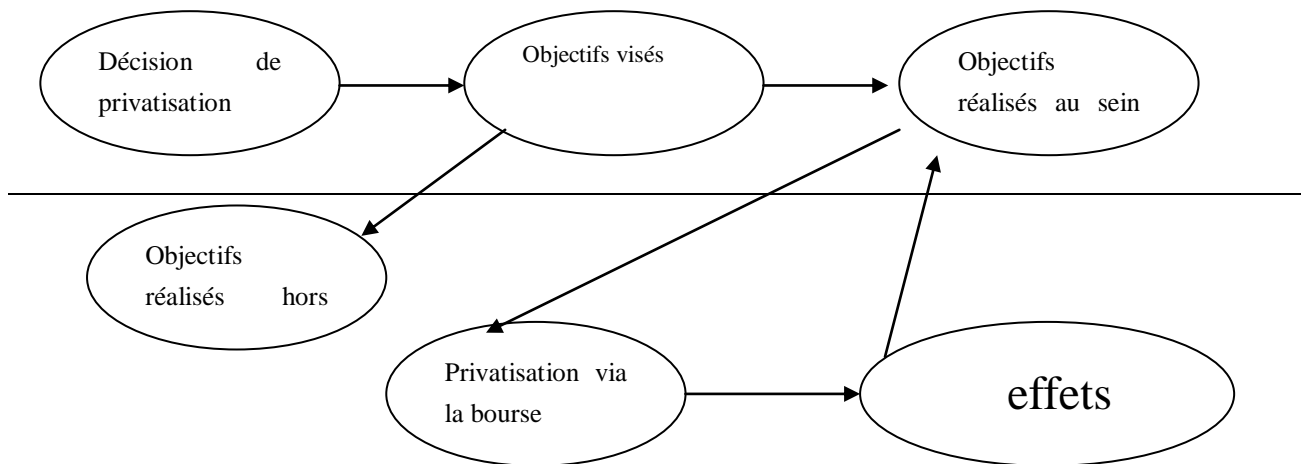
⁴ ISI : industrie de substitution aux importations

des programmes de restructurations économiques et d'ajustements structurels ont lancé des programmes de privatisation qui ont visé des objectifs spécifiques dont la dynamisation du marché boursier paraît comme l'un des objectifs les plus visés. En effet, l'importance accordée à cet objectif s'inscrit dans une logique marchande qui met en relation la privatisation d'une part et le développement de la concurrence et des marchés d'autre part. Par conséquent, le marché boursier peut bénéficier, lors des privatisations, d'un nouvel élan et dynamisme qui peuvent lui permettre de renforcer son rôle dans l'économie comme étant un espace de financement et d'investissement privilégié.

Toutefois, il serait commode de remarquer qu'un tel objectif ne peut être mené à bien que si deux conditions, au moins, soient réunies. La première est relative à la taille du marché qui doit être assez suffisante pour absorber les capitaux privatisés alors que la seconde condition concerne le volume de l'épargne qui doit être suffisamment important pour réussir les objectifs de la privatisation médiatisée par la bourse et qui seront détaillés dans les sections ultérieures.

Le présent article met l'accent sur la relation qui s'établit entre la privatisation d'un côté et le développement du marché boursier d'un autre côté. Par conséquent, deux questions fondamentales sont soulevées et auxquelles nous essayons, tout le long de ce travail, de trouver les réponses. La première question relève des causes qui poussent les autorités publiques à faire appel à la bourse pour privatiser alors que la deuxième penche sur la nature de la relation qui existe entre les objectifs socio-économiques (tel que la promotion d'actionnariat populaire et salarial etc.) et le dynamisme boursier d'autre part.

En d'autres termes, le choix du marché boursier pour privatiser dépend largement de la spécificité de certains objectifs qui ne peuvent être réalisés autrement : ceci veut dire que certains objectifs de privatisation ne peuvent être atteints « hors bourse ». une fois l'opération de privatisation est réalisée avec succès et les objectifs visés sont atteints, une autre question peut surgir à savoir quels effets les dites privatisations ont exercé sur la dynamique boursière ? Le schéma suivant résume la problématique sus-mentionnée



Ainsi, cet article va pencher sur toutes les questions soulevées ci dessus et se répartira en deux sections distinctes. Dans la première, nous allons étudier théoriquement la relation qui s'établit entre la privatisation et la bourse des valeurs mobilières et qui sera traité selon trois critères :

- La bourse comme un marché de transfert de propriété
- La bourse comme garant de l'efficacité des EPr⁵
- La bourse comme le lieu ultime garantissant la réalisation des objectifs de privatisation.

Dans la deuxième section nous traitons les effets de la privatisation sur les indicateurs de la BVMT et qui vont porter notamment sur :

- La capitalisation boursière.
- Les indices des cours d'actions.
- Le rendement Global
- Le capitalisme populaire
- Les résultats des Epr

Section I : La relation privatisation⁶ – BVM

⁵ Entreprises publiques privatisées.

⁶ Il vaut mieux, pour des considérations méthodologiques, définir le concept « privatisation » pour éviter par la suite toute forme de confusion. Ainsi, nous allons adopter la définition de la banque mondiale avancée dans son rapport annuel de 1988 p 209 qui stipule que « la privatisation est tout accroissement de la participation du secteur privé à la

Comme nous l'avons déjà signalé, la dynamisation de la bourse constitue l'un des objectifs stratégiques et les plus visés lors du processus de privatisation. Cet intérêt est d'autant plus intense dans les pays où la bourse est encore émergente et où le mode de financement indirect via le système bancaire domine le financement direct. Mais la question qui se pose à ce stade d'analyse est la suivante : quelle est la relation qui peut exister entre la privatisation et la bourse ? La réponse à cette question se résume dans les trois idées suivantes :

- La bourse est le marché dans lequel la privatisation doit avoir lieu.
- La bourse est le marché qui garantit l'efficacité des entreprises privatisées.
- La bourse est le meilleur lieu qui garantit la réalisation des objectifs de la privatisation.

Ces idées seront détaillées davantage dans les paragraphes suivants.

I-1) La bourse comme un marché de transfert de propriété

G. Defossé et Y. Flornay[1984]⁷ définissent la bourse comme étant « des marchés spécialisés dont lesquels des valeurs mobilières telles que les fonds d'Etat, les actions et obligations de sociétés privées, et également des bons et obligations émis par les collectivités publiques ou organismes semi - publics sont diffusés au grand public ou négociés dans le marché secondaire». La définition de Lehmann⁸, bien qu'elle soit moins exhaustive, converge en logique à celle de Defossé et Flornay. Il l'a défini comme étant « le marché secondaire organisé sur lequel des valeurs mobilières sont négociées à des cours provenant de la confrontation de l'offre et de la demande». De son côté, BRIERRE définit la bourse en tant que « réunion de commerçants, appelés agents de change, qui négocient pour le compte d'autrui des valeurs et en constatent le cours. Dans la pratique, la bourse signifie également l'édifice qui abrite la réunion des agents de change »⁹. Ainsi, à partir de ces définitions on peut conclure que la bourse est le marché sur lequel s'échangent les valeurs mobilières qui sont d'ores et déjà souscrites.

Le fonctionnement de la bourse permet quotidiennement l'échange des titres de propriété et le

gestion et à la propriété des activités et des actifs contrôlés et possédés par les pouvoirs publics ». Dès lors et sur la base de cette définition le transfert de propriété paraît comme un résultat possible de la privatisation étant donné que ce qui compte le plus c'est la privatisation de la gestion et de la prise de décision et non pas la propriété en elle-même.

⁷ G. Defossé et Y. Flornay[1984] « la bourse des valeurs », Eds presses universitaires de France

⁸ P. Jacques Lehmann[1992] « finance du marché » Eds Dunod, Paris, p28.

⁹ A. Hubert Briere[1987] « Entreprises, épargnants : la bourse à l'heure des réformes » les édés d'organisation ; pp 20

changement perpétuel de la liste des associés et des propriétaires des sociétés. Mais si l'échange traditionnel d'actions se maintient entre ceux qui désirent se dessaisir de leurs droits de propriété et ceux désireux de les acquérir, la privatisation paraît occasionnant un nouveau type d'échange qui aura lieu entre le capital public et l'épargne privée. En d'autres termes, la logique et le fondement de la bourse est le transfert de propriété « privé – privé » c'est-à-dire qu'un investisseur privé désireux de vendre sa propriété en capital, peut le faire sur le marché secondaire. Le transfert des titres, signifie le transfert du droit de propriété et par conséquent des différents droits qui lui sont afférents tels que le droit de vote et même le droit de prise de décision. Toutefois, la privatisation qui consiste à un transfert de propriété publique vers des investisseurs privés ne paraît pas être efficacement réalisable que dans la bourse. Cette dernière semble être, comme le prétend M. R. GOUIA¹⁰ « le lieu naturel de changement de propriété des sociétés ».

I-2) La bourse comme garant de l'efficacité des entreprises privatisées

Pour détecter les effets de chaque mode de propriété de capital (public et privé) sur l'efficacité de l'entreprise il vaut mieux au préalable savoir la différence entre les deux types de propriété ainsi que la définition du concept d'efficacité, ensuite on essaye de voir en quoi la bourse permet d'augmenter l'efficacité des entreprises et plus particulièrement celles privatisées.

A) En quoi l'entreprise publique diffère de l'entreprise privée ?

Selon ALCHIEN¹¹ les droits de la propriété, dans l'entreprise publique, sont limités et monopolisés par l'Etat ou par des organismes d'Etat. L'entreprise privée est une entreprise de participation ce qui veut dire que ses droits de propriété sont dispersés entre un nombre élevé d'actionnaires ou d'associés. De son côté, De Alessi¹² prétend que « la différence cruciale entre les entreprises privées et publiques, est que les droits de la propriété publique sont intransmissibles. Ceci élimine toute forme de spécialisation de la part des associés, inhibe à toute forme de capitalisation au sein de l'entreprise et réduit les motivations des propriétaires à contrôler le comportement managérial des dirigeants. »

Ainsi, nous pouvons conclure que même si leurs objectifs sont identiques, une différence de base distingue l'EP de celle privée. En effet, le propriétaire public est incapable de vendre ou d'échanger ses droits de propriété alors que le propriétaire privé peut à un prix donné vendre et/ ou acheter des droits de

¹⁰ R.Gouia[1990] « Restructuration des EP» actes du colloque tenu le 16 et 17 Mai 1990, p56

¹¹ A.A. Alchian, [1965] « Some economics of property rights» 30 II politico (1965)

¹² Louis DE Alessi, the economics of property rights : A review of the evidence, in research in law and economics, vol. 2, 1 (R. Zerbe ed.1980), at 27-28.

propriété d'un opérateur privé.

La propriété publique paraît involontaire étant donné qu'un citoyen ordinaire est forcé d'être un propriétaire public¹³. En effet, l'EP est un type de propriété naturelle à tous les contribuables et de ce fait il n'y a aucun moyen pour un organisme étatique quelconque qui lui donne le bon droit à déposséder les dits contribuables de leurs droits vis à vis de leur propriété publique¹⁴.

A ce niveau d'analyse une question se pose : quelles sont les implications possibles de l'échange de propriété privée et de l'intransmissibilité de celle relevant de la propriété publique sur les performances de l'entreprise?

A. A. Alchian¹⁵ résume la réponse en deux points. Le premier stipule que sous la propriété privée les rémunérations et les coûts afférant à une activité sont, encaissés ou payés par ceux qui ont engagé ladite activité. Ainsi, sous cette condition, toute personne est récompensée en fonction de l'effort fourni. Toutefois, dans le cas d'EP l'échelle de rémunérations et de coûts est souvent mal adoptée et adaptée au critère d'effort et de productivité. Le second point stipule que dans le cas où la propriété serait transférable il y aura des avantages comparatifs issus d'une spécialisation accrue des propriétaires. Autrement dit lorsque l'entreprise est privée les actionnaires ont intérêt à la contrôler et même lorsqu'ils sont incapables de le faire (faute de leur ignorance du domaine financier et des techniques comptables) d'une manière efficace ils font recours à des audits spécialisés.

Par conséquent, cette spécialisation est à l'origine d'avantages comparatifs qui contribuent à l'augmentation de la richesse de l'entreprise. En revanche, dans le cas de l'EP une telle spécialisation ne peut pas avoir lieu étant donné que le public se désintéresse de ses résultats financiers parce qu'il détient à la limite une fraction infinitésimale voire insignifiante de son capital.

En conclusion, nous pouvons dire que l'entreprise privée est censée évoluer en bourse qui représente le lieu naturel dans lequel elle se valorise réellement suite au jeu libre de ce marché déterminé par la confrontation de l'offre et de la demande de titres. Cependant, l'intransmissibilité de propriété dans le cas d'EP l'élimine logiquement de l'espace boursier ou à la limite l'empêche de toute forme d'augmentation de capital en actions. Dès lors, une question se pose à ce stade d'analyse : en quoi la bourse permet

¹³ David G. Davies [1971] « The efficiency of public versus private firms the case of Australia's two airlines Journal of law and economics » Journal of law and economics, XIV (1), April, 149-165

¹⁴ David G. Davies [1971] « The efficiency of public versus private firms the case of Australia's two airlines » Journal of law and economics, XIV (1), April, 149-165

¹⁵ A. A. Alchian op.cit

l'augmentation de l'efficacité des entreprises ? La réponse à cette question fera l'objet du paragraphe suivant.

B) La relation entre la bourse et l'efficacité des entreprises

Selon Duplat [1986], une société cotée en bourse bénéficie au moins de trois avantages principaux¹⁶ :

- Elle bénéficie d'une nouvelle source potentielle de financement auprès du marché financier. Il lui est en effet possible d'émettre dans le public des titres (actions ou obligations) qui lui permettront d'assurer le financement de son développement, de ses investissements. Au cas d'un besoin financier la société cotée peut recourir soit à une augmentation de capital en numéraire ou à une émission d'emprunt obligataire.
- La notoriété accrue de la société qui s'introduit. En effet, les milieux financiers, la presse spécialisée, les analystes, les banquiers apprennent à mieux connaître la nouvelle affaire, s'intéressent à elle ; cela contribue à améliorer l'image de marque commerciale auprès des principaux partenaires de l'entreprise (fournisseurs, clients) et à renforcer son image de marque financière dans les milieux bancaires.
- Les possibilités de développement futur de l'affaire semblent mieux assurés. En effet, de nombreuses sociétés qui s'introduisent en bourse sont encore à caractère familial et les actionnaires familiaux ne sont souvent pas en mesure de contribuer financièrement à l'expansion de l'entreprise ; s'introduire en bourse est alors une façon d'assurer la pérennité et l'avenir de celle-ci.

Ainsi, les avantages sus mentionnés contribuent directement à l'augmentation de l'efficacité de l'entreprise. Cette dernière, même considérée exclusivement dans sa dimension productive, ne peut en aucun cas être résumée en un indicateur unique. Elle est souvent assimilée à un ensemble de critères qui se présentent comme suit¹⁷ :

- La rentabilité financière.
- La compétitivité.
- La productivité.

Nous analyserons ces critères tout en essayant de montrer comment la bourse peut les influencer.

*** La rentabilité financière.**

Le profit est utilisé souvent comme étant un critère d'évaluation de la rentabilité financière de la firme. Ce critère rend compte de l'efficacité du producteur qui poursuit, conformément à la théorie néoclassique, un

¹⁶ C. A. Duplat [1986] « La bourse, pourquoi, comment ? » les eds d'organisation PARIS.

¹⁷ Catherine Leray[1983] « L'appréhension de l'efficacité dans les EP industrielles et commerciales» Revue économique n°3, mai 1983

objectif de maximisation de profit. Ce dernier permet d'apprécier :

- La réalisation des objectifs de la firme
- La qualité de la gestion de l'entreprise : souvent un exercice comptable bénéficiaire est supposé démontrer la compétence des dirigeants qui ont su se placer dans un environnement très concurrentiel.
- Le fondement financier de l'entreprise
- La rentabilisation du capital

Généralement, une entreprise cotée en bourse a plus de chance et de possibilité à augmenter sa rentabilité financière étant donnée qu'elle est directement sanctionnée par le marché. En présence de concurrents potentiels et du contrôle exercé par les actionnaires, les dirigeants de l'entreprise sont obligés de faire plus d'effort et surtout d'assurer l'efficacité productive qui signifie les combinaisons productives optimales qui maximisent la production et minimisent la fonction des coûts. Mais la grande faveur que donne la bourse c'est l'information ponctuelle livrée quotidiennement aux actionnaires et sur la lumière desquelles se font les anticipations et les arbitrages des actionnaires entre les plus values et les dividendes versés. Cette transparence qui s'établi entre les propriétaires et les dirigeants de l'entreprise oblige ces derniers à se comporter rationnellement pour s'échapper d'une baisse de la valeur de l'entreprise c'est à dire d'une réduction de sa capitalisation boursière. En résumé, nous pouvons dire sans trop de risque que la menace de faillite qui peut provenir d'une chute des cours d'actions d'une entreprise ainsi que le contrôle exercé par les actionnaires constituent les meilleurs facteurs garantissant une gestion économiquement rationnelle et l'exercice d'une activité productive rentable.

*** La compétitivité**

La compétitivité d'une entreprise est l'aptitude de l'entreprise à supporter la concurrence et elle se mesure par la part de marché détenue. Et comme dans le cas de la rentabilité financière la compétitivité est d'autant plus importante que l'entreprise soit cotée en bourse. En effet, cette cotation lui permet de se soumettre aux exigences du marché et d'affronter la concurrence. De plus la bourse lui permet d'agrandir sa dimension productive et de bénéficier, par conséquent, des rendements d'échelle.

*** La productivité**

Le concept de productivité analyse le processus, interne à la firme, suivant lequel celle-ci transforme des biens et services correspondant à des facteurs de production en d'autres biens et services qui constituent sa production. Il se situe à l'intérieur de l'entreprise, contrairement aux notions de rentabilité et de

compétitivité qui demeurent à l'extérieur. Il permet de voir si l'organisation des moyens mis en œuvre pour réaliser une certaine production est optimale, c'est à dire si la combinaison des facteurs de production conduit à l'obtention de la quantité maximale de biens et services. Etant ainsi, la productivité sous ses différentes formes paraît être liée à la structure interne de l'entreprise c'est à dire à sa capacité de gérer de la bonne façon ses propres ressources y compris la ressource travail. La bourse permet à l'entreprise d'augmenter ses capacités productives, de pousser la division de travail, et de bénéficier de rendements d'échelle croissants ce qui peut contribuer à l'augmentation de la productivité.

Enfin nous pouvons dire que la bourse permet à l'entreprise privée ou privatisée à se procurer fréquemment les capitaux propres soit par l'émission et/ou le placement de valeurs mobilières. Ceci lui donne la possibilité d'accroître son échelle de production et améliorer sa gestion et par conséquent agir positivement sur l'efficacité de l'entreprise

I-3) La bourse comme le lieu ultime qui garantit la réalisation des objectifs de la privatisation

D'après les différentes expériences de privatisations menées dans plusieurs pays à niveaux de développements variables nous pouvons dire, sans prétendre à l'exhaustivité, que les objectifs des privatisations médiatisées par la bourse sont :

- La mobilisation de l'épargne
- La promotion de l'actionnariat populaire
- La promotion de l'actionnariat salarial
- La création de la bourse
- La dynamisation de la bourse
- Rendre impossible toute tentative de renationalisation¹⁸
- Limiter la concentration du pouvoir économique¹⁹
- La transparence

explicitons davantage tous ces objectifs dans ce qui suit :

I-3-1) La mobilisation de l'épargne

Ce concept signifie l'orientation des investisseurs privés à l'acquisition des actions afférentes aux EP privatisées au lieu de les placer dans des épargnes bancaires rémunérées sur la base des taux fixes. L'emploi de ce type d'investissement assure un double choix de rémunération : rémunération en dividendes et rémunération en plus – value. Cet objectif est d'autant plus visé dans les pays développés où les capacités de dégager un niveau important d'épargne sont très importantes. Ainsi, cet objectif d'orientation de l'épargne nationale a permis de fonder des marchés financiers de grandes tailles capables d'assurer des fonds énormes pour financer les privatisations. Les exemples de l'Italie, de la Grande Bretagne et de la France illustrent le

¹⁸ R.gouia op cit p56

¹⁹ Ibid

cas de pays qui ont eu la volonté de réussir un tel objectif. A titre d'exemple le gouvernement français a adopté lors des privatisations le « plan d'épargne en actions (PEA) ». Pour mener à bien ce plan, des mesures d'incitations fiscales ont été prises. En effet, le PEA permet, dans la limite de 600000 Francs pour une personne et 120000 Francs pour un couple, de gérer un portefeuille d'actions françaises, sans que les dividendes reçus ne soient imposables et sans taxation des plus - values réalisées lors de la cession des titres. L'accès à ces avantages nécessite la conservation du plan durant au moins 5 années. Au cas d'un retrait anticipé, le tireur obéit au régime normal de la taxation des revenus et des plus – values.

I-3-2) La promotion de l'actionnariat populaire

La privatisation peut constituer une occasion par excellence pour développer un « capitalisme populaire » dans la mesure où elle permet aux petits porteurs de participer à la gestion future des entreprises privatisées et de bénéficier des dividendes distribués. Cet objectif, qui a connu un succès sans précédent au Royaume Uni lors de l'arrivée de Mme Thatcher au pouvoir en 1979, a été considéré comme le meilleur moyen pour intéresser le grand public et l'inciter à participer dans l'activité productive proprement dite. En France, la logique afférente à cet objectif, était de favoriser l'esprit d'entreprendre et le développement du contrôle interne au sein de l'entreprise. Pour réussir un tel objectif, des exonérations fiscales des opérations d'achat des titres et des facilités de paiement ont été mises en vigueur.

Dans les pays en développement cet objectif, bien qu'il ne soit pas prioritaire, était toujours visé. En effet, pour ce groupe de pays, le dit objectif a un coût d'opportunité relativement élevé et qui s'élève à la valeur financière du capital distribué gratuitement ou quasi gratuitement au grand public et qui auraient pu être encaissés par le trésor public si l'Etat a procédé à la vente de ces actions plutôt qu'à leur distribution. Mais malgré l'importance de ce coût beaucoup de pays en développement ont essayé de poursuivre cet objectif pour réduire la répugnance éprouvée dans ces pays contre la privatisation et qui été souvent liée aux licenciements et à l'érosion brusque des indicateurs sociaux.

I-3-3) La promotion de l'actionnariat salarial

A partir des années 70 les autorités américaines et plus tard (vers la fin des années 70) les autorités britanniques ont essayé d'instaurer une nouvelle rationalité reposant sur l'orientation des salariés vers des logiques nouvelles d'investissement et qui ont été monopolisées, depuis longtemps, par les institutions financières et les entrepreneurs à savoir « l'épargne en actions ». La privatisation a constitué une occasion par excellence pour :

- stimuler les employés à acheter les actions qui sont mises à leur disposition.
- les inciter à participer davantage dans le processus de prise de décision et dans la gestion de leur entreprise, à s'intéresser à ses résultats financiers et à se comporter comme étant de véritables propriétaires. Dans les pays en développement, cet objectif et outre ses fondements économiques, avait parfois des soubassements

politiques. En effet pour échapper d'une réaction violente du côté des syndicats et des employés qui craignent la perte de leurs emplois, certains Etats ont fait recours à cette modalité pour s'assurer de leur soutien et pour s'épargner de leur refus de privatisation s'ils sentent qu'ils sont menacés.

Dans le cas tunisien, l'article 10 de la loi de 14 août 1987 relative à la restructuration des EP stipule qu'« en vue de favoriser le développement du petit actionariat et l'animation de la BVMT, il peut être accordé, lors de la cession d'action des EP des avantages spécifiques au profit des salariés et anciens salariés qui se proposent de participer au capital des entreprises concernées. Ces avantages portent sur :

- Un droit d'achat prioritaire des actions assorti de conditions particulières de délai de règlement.
- La distribution d'actions à titre gratuit.

Dans le cadre de cette même logique, l'article 29 de la loi n° 89-9 du 1^{er} février 1989 relative aux participations et aux EP a ajouté à l'ancien article un autre avantage à savoir la distribution d'actions à prix réduit. Par conséquent, des incitations fiscales ont été prévues comme le stipule l'article 11 de la loi de 1987 « les employeurs et les organismes de sécurité sociale sont autorisés à ne pas retenir à la source les impôts dus sur la partie du salaire ou de la pension affectée au paiement affecté au paiement des titres souscrits par les salariés et anciens salariés. En cas de trop perçu, les salariés et les anciens salariés de l'entreprise bénéficient d'une procédure accélérée et spécifique de restitution dont les modalités d'application seront fixées par décret ».

I-3-4-)La création d'une bourse de valeurs mobilières

Cet objectif est plutôt spécifique aux ex - pays socialistes où les marchés boursiers sont encore embryonnaires. En effet, le passage d'une économie à prise de décision entièrement planifiée et centralisée à une économie de marché a nécessité la création, des institutions financières performantes tel que les banques et les bourses de valeurs mobilières. La privatisation des EP, a constitué une véritable occasion pour créer un espace financier capable de gérer, même partiellement, le processus et de fonder des traditions financières nouvelles qui peuvent soutenir et consolider les entreprises nouvellement privatisées ou nouvellement créées. Toutefois, la réalité n'était pas, souvent, aussi encourageante que le pensaient les décideurs économiques dans ces pays. En effet, dans beaucoup de cas, les ventes médiatisées par la bourse ont échoué à mener à bien certaines ventes et qui sont finies parfois d'être totalement bloquées. Ce blocage s'est manifesté à deux volets : le volet procédural et le volet inhérent à l'étroitesse du marché boursier. A titre illustratif et non exclusif, la privatisation de la banque SLASKI, en Pologne, représente le cas d'une faille procédurale importante. En effet, bien que 800000 actionnaires aient acheté la dite banque ils n'ont exercé leurs droits de propriété qu'après une période de temps relativement longue. La cause principale de ce retard était essentiellement l'insuffisance du personnel de la bourse de Varsovie qui n'est pas arrivé à enregistrer le volume d'actions dans des délais raisonnable. En effet, le personnel évoluant à la bourse de VARSOVIE,

n'était pas apprêté à ce type de transactions qui nécessite, certes, plus de ressources humaines et techniques. La conséquence de cette faille procédurale c'est qu'il y avait des propriétaires formels sans droits de propriété négociables.

I-3-5-)La dynamisation de la bourse

Dans les pays où les marchés boursiers sont encore émergent la privatisation est considérée comme un moyen pour dynamiser et animer ces marchés. En d'autres termes l'introduction en bourse, des EP privatisées peut contribuer à :

- L'augmentation des capitalisations boursières des entreprises privatisées ainsi que la capitalisation boursière globale.
- L'augmentation du nombre d'entreprises cotées et par conséquent la taille du marché.
- L'augmentation du volume des capitaux traités.
- L'amélioration des indices de rendements boursiers.
- L'augmentation des taux de rotation.
- L'augmentation du nombre d'actionnaire.
- La mobilisation de l'épargne nationale et l'orientation du reste de la population à l'investissement dans la bourse.

Cependant et malgré tous ces avantages, les privatisations médiatisées par la bourse dans les pays en développement n'était pas toujours sans risque. Dans le cas tunisien le grand problème remarque R. Gouia²⁰ c'est que les entreprises n'avaient pas auparavant des références boursières vue qu'elles évoluaient hors bourse. A titre d'exemple il avance l'exemple de SOTUVER dont la mise à prix était de 20 D l'action portant sur 100% de capital, le jour de la vente aucune demande n'a eu lieu à cause de la surévaluation des titres.

I-3-6) Handicaper le processus de renationalisation

Dans le cas britannique les privatisations qui ont commencé à partir de 1979 avaient des fondements politiques plutôt qu'économiques. En effet, les privatisations menées en bourse avaient comme objectif, outre les objectifs de promotion d'actionnariat salarial et populaire, un objectif politique qui consiste à handicaper tout processus de renationalisation au cas où le parti travailliste arriverait au pouvoir et essaye de récupérer ses EP pour les utiliser comme outil approprié de leur politique socio-économique.

I-3-7) Limiter la concentration du pouvoir économique

Les ventes médiatisées par la bourse et vu le nombre, relativement élevé, des actionnaires participant au processus peuvent permettre une dispersion de la propriété et par conséquent s'épargner de toute concentration du pouvoir économique ce qui est le cas lorsque les privatisations se font en bloc bénéficiant

²⁰ R. Gouia op.cit

un individu ou un groupe limité d'individus.

I-3-8) La transparence

La bourse en tant que marché est le meilleur lieu qui reflète et transmet la performance de l'entreprise. En effet, quotidiennement elle (càd la bourse) diffuse toutes les informations financières ainsi que les réalisations des entreprises dans l'espace boursier. Par conséquent, l'introduction des entreprises privatisées en bourse leur permet de se procurer des moyens financiers ainsi que de l'information nécessaire qui leur permet de mener les stratégies décisionnelles les plus efficaces et les plus commodes.

Section II- Les effets de la privatisation sur la dynamisation de la bourse dans le cas de la TUNISIE.

Avant d'aborder cette section il serait primordial, au préalable, d'éclaircir certaines ambiguïtés qui risquent d'être posées par la suite.

***Cadre d'analyse**

Nous tenons compte de remarquer qu'on ne va pas mettre l'accent sur l'intégralité des EP privatisées mais plus précisément sur celles qui répondent à deux conditions principales. La première condition consiste à ce que la privatisation doit être réalisée en bourse alors que la deuxième concerne les sociétés privatisées et qui doivent être cotées dans la cote permanente de la BVMT. La première condition nous permet d'étudier les privatisations qui sont supposées être génératrices d'effets dans la bourse. La seconde condition nous permet de suivre les réalisations des entreprises privatisées à partir du moment de leur introduction en bourse. En effet, la cote permanente est « la catalogue de toutes les valeurs à revenu fixe et à revenu variable cotées quotidiennement par les agents de change... la cote permanente donne les cours constatés sur les 3 marchés...En plus des cours, la cote permanente contient des avis officiels.... par exemple : la date du paiement de dividendes ou les conditions d'augmentation de capital²¹ ». Ainsi, il serait plus facile de savoir les réalisations boursières des sociétés cotées étant donné qu'elles sont livrées quotidiennement.

D'un autre côté, il faut préciser que la définition de la privatisation qui est retenue dans notre travail s'aligne avec celle avancée par la banque mondiale et qui stipule que la « privatisation est tout accroissement de la participation du secteur privé à la gestion et à la propriété des activités et des actifs contrôlés et possédés par les pouvoirs publics». Cette précision est importante étant donné que le lecteur peut s'apercevoir que nous qualifions certaines entreprises de privées alors qu'elles continuent encore d'appartenir au secteur public. Dès lors, toute EP qui libère une partie de son capital dans la bourse est supposée être privée car comme la stipule la définition supra mentionnée ces opérations constituent un accroissement de la participation du secteur privé dans la propriété des actifs et de la gestion des sociétés

²¹ A. H. BRIERRE[1987] les eds d'organisation p. 48

publiques.

*** Echantillon étudié:**

L'échantillon retenu dans notre travail est composé de 16 sociétés. Il s'agit de : BH, ICF, AMS, SFBT, TUNISAIR, ADP BTEI, ALKIMIA, SIMPAR, STAR, SOTETEL, SOTUVER, SOTUMAG, SIAME, MAGASIN GENERAL, SOTRAPIL, et SIPHAT. Mais ce qu'il faut noter c'est que cet échantillon va être réduit lors de l'étude des effets de la privatisation sur les indices de BVMT et de TUNINDEX. En effet, chacun des deux indices est calculé à partir d'un échantillon qui contient un ensemble de sociétés publiques et privées répondant à certaines conditions qui seront présentées dans les paragraphes suivants. Par conséquent, les dits échantillons ne contiennent qu'une partie des sociétés privatisées et cotées en bourse.

Remarque : Etant donné l'hétérogénéité des effets étudiés on estime qu'il serait plausible d'avancer la méthodologie d'évaluation des effets lors de l'étude de chacun d'eux dans les paragraphes ultérieurs.

II-1) Les effets de la privatisation sur les indicateurs de la BVMT

On essaye de voir successivement les effets de la privatisation sur :

- La capitalisation boursière
- Les indices des cours d'actions
- Le rendement global

II-1-1) Les effets sur la capitalisation boursière (CB)

La CB est une mesure de la valeur financière d'une société dans un jour quelconque ou encore c'est le prix d'une société sur le marché boursier. Autrement dit c'est « la valorisation de la société par la bourse: multiplication du cours par le nombre d'actions²² ». Par conséquent, d'autant que cette CB est élevée d'autant que la société est performante et efficace. En effet, l'augmentation de la CB signifie :

* Qu'à un volume d'actions inchangé, les actions de la société ont subi une augmentation de leurs cours ce qui veut dire que la dite société a fait l'objet d'une demande additionnelle exprimée par les petits porteurs et/ou les investisseurs institutionnels.

* Qu'à des cours d'actions inchangés, la société a fait une nouvelle introduction de capital dans la bourse.

* Qu'à une baisse des cours, il y avait une augmentation plus que proportionnelle d'un nouveau capital en actions.

* Une augmentation simultanée des cours d'actions et du nombre d'actions.

D'une manière générale, l'augmentation de la CB est du dans la majorité des cas à l'unique augmentation des cours, étant donné que les nouvelles introductions en capital se font occasionnellement et dans des cas spécifiques à la société.

Afin de savoir l'effet des privatisations tunisiennes sur cet indicateur, on essaye de voir la part de la

²² R. Laskine[1993] « Les privatisations, enjeux stratégiques et opportunités boursières » Eds d'organisation p 89

CB des entreprises privatisées admises à la cote permanente en bourse par rapport à la CB totale de la BVMT (tableau 1)

Tableau (1) : Evolution de la CB (95-2001) en MDT

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
CBT(1)	3966,800	3892,300	2632,800	2452,600	3326	3851	3340,300
CBEPr(2)	770	615	601,713	618,336	1104,834	1604,382	1186,652
2/1 en %	19,41	15,8	22,8	25,21	33,2	41,66	35,52

Source : A partir des données BVMT

CBT : la capitalisation boursière totale.

CBEPr : la capitalisation boursière des entreprises privatisées.

2/1 : Ce rapport mesure la part de la CB des entreprises privatisées et cotées en bourse dans la CB totale.

D'après ce tableau nous pouvons dire que les EP privatisées jouent un rôle important dans le volume global des CB. Excepté 1996, leurs parts dans la CBT est passée de 19,41% en 1995 à 22,8% en 1997 ; 25,21% en 1998 ; 33,2% en 1999 et 41,66% en 2000 avant de chuter en 2001 à 35,52%. Cette nette augmentation de la part des entreprises privatisées dans le volume global des CBT est expliquée par deux raisons fondamentales :

- L'accès, annuellement, de nouvelles entreprises privatisées dans le marché ce qui signifie un volume de plus en plus important d'actions traitées.
- Les meilleures performances réalisées par les anciennes entreprises privatisées qui ont enregistré des augmentations continuelles de leurs CB

Afin de mieux expliciter ces deux dernières idées nous présentons toutes les valeurs des CB issues des entreprises publiques privatisées introduites en bourse par ouverture de capital (tableau 2).

Tableau (2) : Capitalisation boursière des EPr (en MDT)

Entreprises	Date d'introduction	% du capital diffusé	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
BH	JUIN 92	40	315	290,475	139,35	130	161,09	172,5	129
ICF	MAI 93	21	52,38	57,186	48,6	53,1	48,636	54	42,3
AMS	DEC 94	20	24,518	22,652	6,45	11,15	12,469	11,976	9,9
SFBT	MAI 95	20	139,277	68,521	80,94	116,211	323,19	829,92	543,8
TUNIS AIR	JUIL 95	15	209,64	95,4	251,103	195,888	255,77	145,318	114,688
AdP BTEI	SEPT 95	22	28,5	22,28	21,28	20,100	21,100	19,7	19,35
ALKIMIA	AOÛT 96	32	NC	58,52	74,027	63,374	54,877	53,106	61,037
SIMPAR	JAN 97	30	NC	NC	10,97	7,25	7	7,55	8,400
STAR	AOÛT 97	12	NC	NC	23,94	20,67	19,5	19,965	20,940
SOTETEL	JUIN 98	41	NC	NC	NC	11,743	38,304	164,640	84,700
SOTUVER	JANV 99	15	NC	NC	NC	NC	6,968	10,417	10,043
SOTUMAG	AVR 99	35	NC	NC	NC	NC	28,134	15,300	12,600
SIAME	JUIL 99	23	NC	NC	NC	NC	48,111	79,200	52,137
MAGASIN GENERAL	OCT 99	11	NC	NC	NC	NC	23,475	21,71	19,188
SOTRAPIL	JAN 01	30	NC	NC	NC	NC	NC	NC	39,260
SIPHAT	MARS 01	32	NC	NC	NC	NC	NC	NC	19,260
CBTEPr	-	-	770	615	601,713	618,336	1104,834	1604,382	1186,652
Variation en MD	-	-	-	-155	-13,2	16,623	486,498	499,548	-417,73
CBTEPrNI	-	-	-	58,52	34,91	11,743	106,688	0	58,52

Source : D'après les données de la BVMT

NC : non cotée

CBTEPr : CB totale des entreprises privatisées et cotées en bourse.

CBTEPrNI : CB des entreprises privatisées et nouvellement introduites en bourse.

D'après ce tableau on remarque qu'en 1996 la CBTEPr a connu une diminution par rapport à son niveau de 1995 bien que la CBTEPrNI ait été de 58,52 MDT. Cet abaissement est dû à la chute brusque des CB de SFBT et de TUNIS AIR. Pour la première La CB est passée de 139,277 MDT en 95 à 68,521 MDT en 96 (voire une diminution de 50,8%). Le cas de TUNIS AIR est plus critique étant donné que la baisse de sa CB était de 54,49%. Les sociétés BH, AMS et ADP BTEI ont connu à leur tour une baisse de leur CB mais qui étaient moins importantes que celle de SFBT et TUNIS AIR.

En 1997 la chute des CBTEPr a persisté malgré la bonne réalisation de TUNIS AIR (dont la CB s'est augmentée de 19,8% par rapport à 1995 et de 163,2% par rapport à 1995) et l'introduction de deux nouvelles EPr à savoir SIMPAR et STAR dont leur CB était de 34,91 MD. Mais ce qu'il faut noter c'est que malgré la baisse absolue connue par la CBTEPr durant 1997 relativement aux années antérieures, la part des CBTEPr dans le total des CB du marché a connu une augmentation (voir tab 1). En effet, cette part est passée de 19,41% en 95 à 15,8% avant de passer à 22,8% en 97. Ceci s'explique essentiellement par la chute de la CBT du marché. Cette dernière a subi une diminution en 97 de l'ordre de 1259,5 MDT par rapport à 96 et de 1334 MDT par rapport à 95. Cette chute n'est due que partiellement à la chute des CBTEPr étant donné que les entreprises privées ont participé à leur tour à cette dégradation ; c'est le cas de BT, UBCI, SPDIT et BIAT dont les CB sont diminuées respectivement, par rapport à 1995, de 54,008 MDT ; 103,9MDT ; 81,732MDT et 124,44 MDT.

En 1998, SOTETEL a été introduite en bourse en privatisant 41% de son capital et en réalisant dans la dite année une CB de 11,743 MDT. Mais il faut remarquer que la CBTEPr en 98, excepté la CB de SOTETEL, a été légèrement supérieure à celle de 1997 (601,713 MDT en 97 et 606,593 MDT²³ en 98) ce qui prouve que la CBTEPr en 1998 n'était qu'un jeu à somme quasi nulle (l'augmentation de la CB de certaines sociétés a été contrebalancée par l'abaissement de la CB d'autres sociétés). Toutefois, malgré cette stagnation, la part de la CBTEPr dans la CBT est augmentée et a atteint 25,21% contre 22,8% en 97. La raison principale est l'abaissement de la CBT du marché qui est due cette fois-ci exclusivement à la baisse des CB des entreprises privées.

En 1999, la CBTEPr est passée à 1104,834 MDT (voire une augmentation de 78,7% par rapport à 98). Ceci est dû à deux raisons fondamentales. La première c'est l'introduction de quatre nouvelles EPr qui sont SOTUVER, SOTUMAG, SIAME et MAGASIN GENERAL et dont leur CB était de 106,688MDT. La deuxième se traduit par l'augmentation de la CB des entreprises anciennement privatisées qui était de l'ordre de 379,81MDT. Par conséquent, la part des entreprises privatisées est passée à 33,2% contre 25,21% en 98.

En 2000, l'augmentation de la CB se continue et la part des EPr est augmentée davantage pour

²³ Cette valeur ne tient pas compte de la CB réalisée par SOTETEL :
606,593 = CBTEPr (1998) - CB SOTETEL = 618,336 - 11,743

atteindre son maximum à savoir 41,66%. Ceci est dû exclusivement à l'augmentation des CBTEP anciennement privatisées (une augmentation de 45,2% par rapport à 1999) étant donné qu'aucune nouvelle introduction n'a été réalisée à cette année.

Cette augmentation de la part des CBTEPr dans le volume global des CB est rebroussée en 2001 toutes les fois qu'une chute est observée au niveau des CBTEPr de l'ordre de 417,73 MDT. Cette diminution aurait pu être plus importante si SOTRPIL et SIPHAT n'avaient pas privatisé respectivement 30 et 32% de leur capital.

En conclusion, nous pouvons dire, sans trop de risque, que les EPr et cotées en bourse jouent un rôle assez important dans le marché boursier qui se manifeste par leur part relativement importante dans le volume global des CB. Les privatisations futures et la libération de nouvelles parts de capitaux publics peuvent contribuer davantage à l'augmentation de la valeur globale des CB.

II-1-2) Les effets de la privatisation sur les indices des cours d'actions

Selon Lehmann²⁴ « l'indice est un nombre reflétant l'évolution par rapport à une date de référence d'une grandeur ou d'un ensemble de grandeurs ». Pour l'indice des cours d'actions c'est un indice qui reflète l'évolution des cours boursiers. Ces indices peuvent se rapporter sur tout un secteur économique tel que l'indice DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE (indice de 30 actions de la bourse des valeurs de New York) ou l'indice COMMERZBANK(indice de 60 actions de la bourse des valeurs de Düsseldorf) ; dans d'autres cas ces indices peuvent se constituer en fonction de la capacité financière des entreprises comme le cas de l'indice FTSE – EUROTRACK 200 (indice composée des plus importantes valeurs cotées sur les places continentales européennes). Dans le cas tunisien la BVMT possède 2 indices : il s'agit de l'indice de la BVMT et l'indice TUNINDEX. Il s'agit de deux indices de rendement puisqu'ils tiennent compte de la variation des cours ajustée et des dividendes perçus au cours de l'année.

A-L'indice Tunindex

*Définition

C'est un indice de capitalisation qui a été lancé à partir du 1^{er} avril 1998 et ce après une période de test de 3 mois. Sa base est de 1000, au 31 décembre 1997.

*Mode de calcul

$$\text{Indice } t = 1000 \cdot \frac{\sum Q_i^t C_i^t}{K^t \cdot CBA^0} \leftrightarrow 1000 \cdot \frac{CB_t}{CBA^t}$$

Capitalisation boursière en t

$$\text{Indice } t = 1000 \cdot \frac{\text{Capitalisation boursière en t}}{\text{Capitalisation de base ajustée en t}}$$

²⁴ P.J. Lehmann, op cit p.75

Avec :

Q_i^t Nombre de titres admis de la valeur i au jour t

C_i^t Cours de la valeur i au jour t

CBA^0 Capitalisation boursière de l'échantillon au 31/12/97

CB^t Capitalisation boursière au jour t

K^t Coefficient d'ajustement au jour t de la capitalisation boursière de base

CBA^t capitalisation boursière de base ajustée au jour t

*Ajustement

La base est ajustée lors de toute opération touchant la capitalisation boursière de l'échantillon et en particulier lors d'attribution d'actions gratuites, d'émissions en numéraire, d'assimilation d'actions nouvelles, de fusion, de nouvelle admission de valeur dans l'indice, de retrait de valeur de l'indice, de paiement de dividendes, etc....

En effet, l'indice de jour avant l'ouverture de marché = indice de la veille

$I^t = I^{t-1}$, on déduit que :

$$CBA^t = [1 + (\text{var } CB / CB^{t-1})] \cdot CBA^{t-1} \cdot K^t$$

CBA^{t-1} : Capitalisation boursière de base avant modification

CBA^t : capitalisation de base ajustée après modification

Var CB : Variation de capitalisation

K^t : coefficient d'ajustement applicable à la capitalisation de base ajustée, CBA^{t-1} , à l'occasion d'une opération intervenant à la date t .

* Valeurs retenues

Cet indice est ouvert aux actions ordinaires admises en Bourse, à l'exclusion des titres des sociétés d'investissement et aux valeurs dont la période de séjour à l'un des marchés de la cote est au moins de 6 mois. Le cours qui sert à la détermination de cet indice est soit le cours de clôture, soit le dernier seuil de réservation franchi.

B-L'indice de la BVMT

Cet indice est créé par la bourse au 30 septembre 1990 avec une base égale à 100. Il a été ajusté le 31 mars 1998 et a pris une nouvelle base à cette date, soit 465,77.

* Mode de calcul

$$\text{Indice BVMT} = (\sum V_i^t / \sum C_i^{t0}) \cdot B^{t0}$$

Avec - C_i^{t0} cours de la valeur i au moment de son introduction dans l'échantillon

- C_i^{t0} Base d'indice au 31 mars 1998

La valeur actuelle V^t d'une valeur i est égale à :

$$V_i^t = (BA_i^t / B_i^{t0}) \cdot C_i^t$$

Avec: $BA_i^t = C^t$ est la base d'indice ajustée de la valeur.

$$B_i^{t0} = 100$$

$C_i^t = C^t$ est le cours de la valeur à l'instant t

*Ajustement

La base est ajustée lors de toute opération sur titres (opération sur le capital ou paiement de dividende) et d'une façon

générale lors de toute modification de l'échantillon.

$$BA_i^t = (C_i^{t-1} / C_i^t) \cdot BA_i^{t-1} = k_i^t \cdot B_i^{t0}$$

Avec $C_i^{t-1} = c^t$ est le cours de la valeur i avant détachement du coupon.

$$C_i^t = c^t \text{ est le cours de la valeur } i \text{ coupon détaché.}$$

* Valeurs retenues

Cet indice est ouvert aux valeurs dont la période de séjour, à l'un des marchés de la cote, est au moins de 6 mois et dont la fréquence annuelle de cotation est supérieure ou égale à 60%. Les titres des sociétés d'investissement sont exclus de l'indice BVMT. Le cours qui sert à la détermination de cet indice est soit le cours de clôture soit le dernier seuil de réservation franchi.

C) Les effets de la privatisation sur les indices

La relation qui s'établit entre la privatisation et les indices de la bourse est très étroite parce que les indices sont calculés à partir d'échantillons qui contiennent des EPr. Autrement dit la variabilité des indices est due, aux poids des sociétés privatisées détenues dans chacun des échantillons constituant les indices BVMT et TUNINDEX ainsi qu'à leurs réalisations soit au niveau de leurs CB pour le cas de TUNINDEX soit au niveau des cours d'actions pour l'indice BVMT.

C₁ : Pour l'indice BVMT

L'échantillon de l'indice BVMT est composée de 25 sociétés dont 8 sont des entreprises publiques qui ont été partiellement privatisées. Il s'agit de SFBT, SOTETEL, SIAME, SOTUMAG, BH, MAGASIN GENERAL, TUNIS AIR et AMS. Le poids de chacune de ces sociétés dans le BVMT est représenté dans le tableau 3

Tableau 3 Le poids des sociétés constituant l'échantillon de BVMT²⁵

Sociétés	Poids dans le BVMT(en%)	Cumul
SFBT	40,35	40,35
SOTETEL	14,82	55,17
BT	8,76	63,94
SIAME	3,52	67,45
MONOPRIX	2,72	70,18
TUNISIE LEASING	2,63	72,81
UBCI	2,49	75,30
ATL	2,30	77,60

²⁵ L'écriture en gras concerne les EPr

BIAT	2,21	79,81
CIL	2,20	82,02
ALS	1,93	83,95
AMEN BANK	1,85	85,80
GENERAL LEASING	1,59	87,39
BNA	1,51	88,90
UIB	1,35	90,24
SOTUMAG	1,21	91,45
ATB	1,19	92,65
BATAM	1,07	93,72
BH	1,01	94,73
STB	0,97	95,70
MAZRAA	0,97	96,67
MAGASIN GENERAL	0,93	97,60
TUNIS AIR	0,92	98,52
BS	0,89	99,41
AMS	0,59	100
Total	100	-
Le poids des EPr	63,35	-

Source : BVMT

De la sorte, nous pouvons dire que les EPr représentent un poids assez significatif dans l'indice BVMT qui est de l'ordre de 63,35%. Le tableau 4 nous permet de détecter la forte corrélation qui s'établit entre l'évolution des cours des EPr et la variabilité de l'indice.

Tableau 4 : L'évolution de l'indice BVMT entre 1990 et 2000(base 100 au 30/9 1990 et base 465,77 le 31/03/1998) :

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Indice BVMT(rendement Global	127,76	170,6	199,37	251,02	507,22	634,71	570,64	455,64	465	810	1452
Variation en %	-	34	17	26	102	25	-10	-20	2	74	76
Les entreprises privatisées et faisant partie de l'échantillon BVMT	-	-	BH	-	AMS	*Tunis air *SFBT	-	-	*Sotetel	*Magasin Général *Sotumag *Siame	-

Source : D'après les données de la BVMT

Excepté 1996 et 1997, l'indice BVMT a connu une augmentation durant la période 1990-2000. Les sociétés privatisées et faisant partie de l'échantillon ont eu toujours un effet positif sur l'évolution de l'indice. A titre d'illustration l'introduction de BH en juin 1992 correspond à une augmentation de l'indice de 17%. L'AMS, introduite en bourse en décembre 1994 avait un effet positif sur l'indice de 102%. Cette nette augmentation est due au fait que la dite société n'était cotée qu'à la fin de l'année 1994 ce qui a épargné ses cours de fortes spéculations qui auraient pu baisser leurs valeurs. Le même phénomène a été observé lors de l'introduction de Tunis Air et SFBT en 1995 ; année pour laquelle l'indice s'est augmenté de 25%. En 1996 et 1997 aucune société nouvellement privatisée n'était retenue dans l'échantillon de l'indice BVMT malgré que trois sociétés aient été introduites en bourse à savoir ALKIMIA, SIMPAR et STAR. Par conséquent, l'absence de nouvelles EPr et les mauvais résultats des anciennes valeurs ont contribué à une chute des rendements des cours. Ceci s'est traduit par la baisse de l'indice, en 1996 et 1997²⁶ respectivement de 10 et de 20%. Lors de l'introduction de SOTETEL Une légère reprise a été constatée et selon laquelle l'indice s'est augmenté de 2%. En 1999, l'indice va faire un essor considérable qui s'est traduit par une augmentation de 74%, après l'introduction de Magasin général, SOTUMAG et SIAME.

Ainsi, nous pouvons conclure que les EPr introduites en bourse ont joué et continuent de jouer un rôle important dans l'indice de BVMT qui s'explique par :

- L'orientation massive du public vers les actions privatisées au sein de la bourse surtout que certaines EPr détiennent, des situations de monopole (TUNIS AIR, SOTETEL...etc.) ou à la limite opèrent dans des structures de marchés quasi monopolistique à l'instar de SIAME. A titre illustratif nous pouvons avancer l'exemple de SOTETEL qui a fait l'objet de fortes spéculations étant donné que la valeur de ses cours a passé

²⁶ Les deux années 1996 et 1997 ont été caractérisées par de mauvais résultats boursiers. Ceci s'est manifesté par la chute de l'indice BVMT et de la baisse de la valeur des CBT(voir tableau 1)

de 23 D²⁷ à 91,2D en décembre 1999 avant d'atteindre sa valeur culminante en décembre 2000 qui était de 196D. Ce n'est qu'en 2001 que la valeur des cours de SOTETEL ont commencé à reculer et risquent actuellement de converger vers leurs valeurs nominales (au 21/10/2002 la valeur de ses actions n'est que de 36,00 D).

- La nature même de l'indice est par essence très sensible à la valeur actuelle (V_i^t) qui à son tour augmente à chaque fois qu'il y'a une opération sur le capital ou paiement de dividendes. Par conséquent, les nouvelles privatisations qui consistent à de nouvelles introductions de capitaux vont directement contribuer à l'augmentation de la valeur des cours et donc à l'augmentation de l'indice. Les EPr qui sont déjà introduites et outre leurs contributions dans les opérations sur le capital contribuent dans le paiement des dividendes qui ont eu aussi un effet positif sur l'évolution d'indice. Ceci peut expliquer cette relation positive enregistrée entre toute nouvelle privatisation et la variation positive de l'indice (tableau 4)

C₂ Pour l'indice Tunindex

Jusqu'en 2001 l'échantillon Tunindex est constitué par 31 sociétés dont 10 sont des EPr. Il s'agit de SFBT, BH, TUNIS AIR, SOTETEL, ALKIMIA, ICF, STAR, SOTUVER, AMS et SIMPAR. Le poids de chacune de ces sociétés dans cet indice est représenté dans le tableau 5

Tableau 5 : Le poids des Epr dans l'indice TUNINDEX (en%)

Sociétés	Poids dans Tunindex en%
SFBT	18,91
BH	4,48
TUNISAIR	3,62
SOTETEL	2,94
ALKIMIA	2,12
ICF	1,47
STAR	0,73
SOTUVER	0,35
AMS	0,35
SIMPAR	0,29
Total	35,26

Source : BVMT

D'après le tableau 5 nous remarquons l'importance relative des Epr qui sont retenues dans cet échantillon dans la formation de TUNINDEX étant donné que leurs poids cumulé dépasse 35%. Pour mieux saisir cette influence exercée par les Epr et retenues dans l'échantillon TUNINDEX, il serait impératif de

²⁷ Il s'agit de sa valeur nominale qui correspond à la date de sa privatisation.

voir la relation qui s'établit entre l'évolution de cet indice et les réalisations de ce panier de sociétés.

Tableau 6 Evolution de Tunindex entre 1997-2000 (base 1000 le 31/12/2002) en %

	1997	1998	1999	2000
Indice Tunindex	1000	917	1193	1443
Variation en %	-	-8	30	21

Nous remarquons qu'en 1998 l'indice a subi une chute de 8% par rapport à sa base avant de reprendre son élan en 1999 et 2000. A ce stade d'analyse une question se pose : A quoi est due une telle évolution ? La réponse à cette question nous amène à dire que par définition TUNINDEX est un indice extrêmement sensible aux CB étant donné qu'il n'est autre que le rapport de la capitalisation boursière à la capitalisation boursière de base ajustée. Par conséquent, toute variation des CBEP, toutes choses égales par ailleurs, peut le modifier soit à la hausse soit à la baisse. Dès lors, pour savoir cet effet nous serons obligés de savoir les CB des EPr inscrites dans l'échantillon TUNINDEX.

TAB 7 :CBEP et inscrites dans l'échantillon TUNINDEX(en MDT)

Entreprises	1997	1998	1999	2000
BH	139,35	130	161,09	172,5
ICF	48,6	53,1	48,636	54
AMS	6,45	11,15	12,469	11,976
SFBT	80,94	116,211	323,19	829,92
TUNIS AIR	251,103	195,888	255,77	145,318
ALKIMIA	74,027	63,374	54,877	53,106
SIMPAR	10,97	7,25	7	7,55
STAR	23,94	20,67	19,5	19,965
SOTETEL	NC ²⁸	11,743	38,304	164,640
SOTUVER	NC	NC	6,968	10,417
Total	635,38	609,386	927,804	1469,392
Variation en%	-	-4,03	52,25	58,37

Source : D'après les données de la BVMT

L'examen des tableaux 6 et 7 nous permet de dire que la chute de TUNINDEX en 1998 a été accompagnée par une chute de CB issue des EPr inscrites dans l'échantillon de cet indice (4,03%). La reprise connue par ce dernier en 1999 (30%) et encore en 2000 (21%) correspond à une augmentation des CB de l'ordre de 52,25% en 1999 et de 58,37% en 2000.

²⁸ NC : non cotée

En conclusion, et bien que la période dans laquelle nous avons étudié l'indice TUNINDEX soit courte, nous pouvons avancer sans trop de risque que les EPr ont joué un rôle important dans l'évolution de TUNINDEX via l'évolution de leurs CB.

II-1-3 Les effets de la privatisation sur le rendement global

Le rendement global est un indicateur de performance (plus value + dividendes), qui est calculé en tenant compte des opérations sur le capital et des dividendes perçus depuis la date d'introduction. L'examen des meilleures performances réalisées par les entreprises après leurs introductions en bourse (tableau 8), nous révèle une réalité éclatante à savoir que la plupart d'entre elles sont des Epr (en Gras).

Tableau 8 : Les meilleures performances après introduction en bourse

Sociétés	Date d'introduction	Cours	Rendement global ²⁹ jusqu'à 17/8/99 en %	Initiateurs
SOTETEL	Juin 98	23,00	221	Public
Tunisie Leasing	Mars 92	17,5	183	Privé
SFBT	Mai 95	85,00	183	Public
ICF	Avril 93	20,00	150	Public
ATL	Dec 97	15,4	112	Privé
Amen Lease	Avr 98	14,00	102	Privé
AMS	déc. 94	8,6	86	Public
Tunisair	Juillet 95	23,00	69	Public
La carte	Jan 96	28,00	48	Privé
SOTUMAG	Avr 99	15,00	38	Public
SIAME	Mars 96	17,2	75	Public
Général Leasing	Juill 99	18,5	28	Privé

Source : D'après les données de la BVMT

Ainsi, nous remarquons que le meilleur rendement est enregistré par SOTETEL qui a réalisé au bout d'une année révolue un rendement global de 221%. Pour les autres EPr, bien qu'elles n'aient pas réalisé le même niveau de performances que celui de SOTETEL, elles ont enregistré des rendements significatifs comme le prouve les cas de SFBT, ICF, AMS, Tunisair, SOTUMAG et SIAME.

II-2) Les effets de la privatisation sur le capitalisme populaire.

Parmi les objectifs les plus visés lors des privatisations on peut citer la mobilisation de l'épargne et le développement de l'actionariat ou du capitalisme populaire. Dans le cas tunisien, bien que cet objectif n'ait pas été ni explicite ni primaire, nous pouvons affirmer que la privatisation est arrivée même partiellement à mobiliser l'épargne et à la réorienter vers de nouveaux emplois c'est à dire à l'acquisition des capitaux

²⁹ Le rendement global (plus value + dividendes) est calculé en tenant compte des opérations sur le capital et des dividendes perçus depuis la date d'introduction.

privatisés et à consolider l'idée de « ménages producteurs ». Cette dernière remarque sera d'autant appréciée en examinant le tableau 9

Tableau 9 : Répartition des Epr selon le taux de réponse et le nombre d'actionnaires lors de leurs introductions en bourse

Sociétés	Titres offerts	Titres demandés	Taux de réponse ³⁰ en %	Nombre d'actionnaires
SIPHAT	580000	2838521	489	103821
SOTRAPIL	780000	4188600	537	47000
Magasin général	170000	481877	283	9423
SIAME	159048	1168729	735	33655
SOTUMAG	315000	1478463	469	15436
SOTUVER	254697	254697	100	560
SOTETEL	170000	544025	320	3379
STAR	300000	183476	66	1104
SIMPAR	90000	90000	100	469
ALKIMIA	460989	460989	100	1844
BTEI	900000	4358000	484	137000
Tunisair	900000	3464000	385	142000
SFBT	152000	617000	406	15000
AMS	172000	1553000	903	6600
ICF	192405	203000	106	300
BH	1500000	1500000	100	-
Total	7096139	23384377	330	517591

Source : D'après les données de la BVMT

A partir de ce tableau nous déduisons les remarques suivantes:

1- les privatisations médiatisées par la bourse ont créé un nombre important d'actionnaires qui s'est élevé à 517591 ce qui représente 5,3524 fois celui du nombre d'actionnaires issus des entreprises privées introduites en bourse depuis 1992(96701 actionnaires). Mais ce qui compte le plus c'est que ce nouveau type de capitalisme n'était pas temporaire vu que le nombre d'actionnaires enregistré lors des privatisations n'a pas baissé ultérieurement et n'a pas aboutit au phénomène de concentration. Certes, une telle constatation est importante au moins en ce qui concerne le changement de la culture de petits épargnants qui commencent à jouer un rôle de plus en plus significatif dans le tissu productif des entreprises à

³⁰ Il est défini comme étant le rapport entre les quantités de titres demandés et les quantités de titres offerts

participation. Autrement dit la majeure partie d'actionnaires se comportent en tant que véritables propriétaires et non en tant que spéculateurs dont l'unique souci est d'exploiter les occasions offertes par le libre jeu du marché.

2-Le public a été fortement mobilisé par les opérations de privatisations ce qui s'est traduit par des taux de réponse parfois difficile à les interpréter tel que le cas de l'AMS(903%), SIAME(735%), SOTRAPIL(537%) et SOTUMAG(469%). Certes, un tel intérêt éprouvé par le public à l'égard des privatisations est extrêmement sollicité surtout qu'il est souvent handicapé par trois principales contraintes :

- * La faiblesse relative de l'épargne en Tunisie par rapport à d'autres pays où cet objectif était stratégique.
- * La culture dominante, anciennement, au sein des épargnants et qui était celle de l'épargne bancaire ou de l'épargne affectée (épargne logement, comptes spéciaux d'épargnes et autres).
- * La non-transparence du processus de privatisation en Tunisie qui se manifeste par l'absence quasi totale des informations concernant les ventes des EP. En effet, dans d'autres pays toute opération de vente est accompagné par des campagnes publicitaires (via les chaînes de télévision, les radios, les journaux, la bourse...etc.) permettant aux individus de savoir tout : sur les modalités de ventes, la situation financière de l'entreprise, les parts qui leurs sont réservées...etc ce qui n'était pas le cas en Tunisie. Cependant, malgré cette distance informationnelle vis à vis des épargnants, ces derniers ont pu et ont su participer massivement.
- * L'absence d'incitations financières accordée par l'Etat au grand public tel que les distributions gratuites ou quasi gratuites d'actions. En Tunisie, les incitations sont limitées à des encouragements fiscaux qui, lors du commencement du processus était totalement inconnus et ignorés par le public à cause des problèmes informationnels supra mentionnés.

Il est à remarquer avant de finir ce paragraphe que les EPr, outre leurs participations dans l'attraction des petits porteurs lors de leurs privatisations, jouent encore un rôle important dans la mobilisation de l'épargne comme le prouve le tableau suivant :

Tableau (10) Augmentation par appel public à l'épargne (augmentations de capital en 2000) en MDT

	SFBT	SIAME	AMS	BH	SOTETEL	TUNISAIR
Montants	2,85	6,13	4,07	18,5	4,2	6,41

Source : la BVMT

II-3) Les effets de la privatisation sur les résultats financiers des EPr.

Si jamais l'efficacité interne à l'entreprise est multidimensionnelle, nous allons l'étudier dans ce paragraphe selon le critère qui se manifeste dans la BVMT à savoir les dividendes versés par les EPr à leurs actionnaires. En effet, les valeurs monétaires des dividendes et leurs croissances dans le temps rendent

compte de l'efficacité du producteur en tant qu'entrepreneur et permettent d'apprécier si la firme a atteint son objectif et si la gestion est de « bonne » qualité.

Tableau 11 : Dividendes distribués par les Epr (par action / en dinars) entre 92 et 2001 et leurs TCAM

31

Entreprises	Date d'introduction	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	TCAM ³²
		En %										
BH	Juin-92	0,350	0,400	0,500	0,500	0,500	0,500	-	0,550	0,600	0,600	5,19
ICF	Mai-93	-	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	0
AMS	Déc-94	-	-	-	0,500	0,500	ND	ND	ND	ND	ND	-
<i>SFBT</i>	<i>Mai-95</i>	-	-	-	2,500	2,500	2,500	2,500	1,000	1,250	1,250	-10,91
<i>TUNIS AIR</i>	<i>Juil-95</i>	-	-	-	-	2,520	2,790	1,270	1,270	0,950	0,950	-17,72
AdPBTEI	Sept-95	-	-	-	ND	0,750	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800	19,15
<i>ALKIMIA</i>	<i>Aout 96</i>	-	-	-	-	4,035	3,945	3,600	2,300	1,150	2,000	-15,61
<i>SIMPAR</i>	<i>Jan 97</i>	-	-	-	-	-	1,150	0,750	0,800	1,000	1,000	-3,43
STAR³³	Aout 97	-	-	-	-	-	0,250	0,800	0,900	1,000	1,000	9,64
SOTETEL	Juin 98	-	-	-	-	-	-	1,000	1,600	1,600	1,600	0
SOTUVER	Jan 98	-	-	-	-	-	-	-	-	0,600	0,600	0
SOTUMAG	Avr 99	-	-	-	-	-	-	-	0,600	0,700	1,000	19,52
SIAME	Juil 99	-	-	-	-	-	-	-	1,000	1,800	1,800	0
MAGASIN GENERAL	Oct 99	-	-	-	-	-	-	-	0,350	0,400	0,400	0

Source : D'après les données de la BVMT

* ND n'a pas distribué

* les sociétés SOTRAPIL et SIPHAT, introduites en bourse en 2001, n'étaient pas prises en compte par les statistiques boursières pour cette année. D'ailleurs, c'est pour cela qu'on les a écarté du tableau.

³¹ Taux de croissance annuel moyen

²⁶ Afin d'éviter les fausses conclusions, le calcul du TCAM n'a pas tenu compte de la valeur de dividendes versée pendant la première année parce que l'introduction en bourse des Epr se fait au cours de l'année et par conséquent la rémunération des actionnaires en dividendes ne couvre que la période qui s'étale entre la date d'introduction de la société en bourse et la fin de l'année comptable en cours. Toutefois, dans le cas de SIMPAR nous avons tenu compte dans le calcul du TCAM de la valeur de dividende qu'elle a versé à ses actionnaires pendant la première année de son introduction par ce qu'elle est introduite en janvier 1997 ce qui correspond à un exercice comptable entier.

* Le symbole (-) qui existe dans le tableau signifie soit que la société n'était pas encore introduite en bourse et donc elle ne distribue pas de dividendes soit que la statistique n'était pas livrée par la bourse tel que c'était le cas de la BH en 1998.

D'après le tableau 11 on distingue trois catégories d'entreprises.

***Première catégorie** (en gras) : Dans laquelle on trouve des sociétés qui ont enregistré une augmentation de la valeur financière des dividendes distribués depuis leur introduction en bourse. Il s'agit de trois sociétés financières BH, ADP BTEI, STAR et d'une société de service à savoir SOTUMAG et dont le TCAM de leurs dividendes versés était respectivement de 5,19 ; 19,15 ; 9,64 et 19,52%.

***Deuxième catégorie** (caractère simple) : Il s'agit des sociétés qui ont distribué les mêmes dividendes depuis leurs introductions en bourse. On compte trois sociétés industrielles SIAME, SOTUVER et ICF et deux sociétés de services SOTETEL et MAGASIN GENERAL.

*** Troisième catégorie** (en italique) : dans laquelle on trouve les sociétés qui ont connu une chute de la valeur monétaire des dividendes versés. Il s'agit de deux sociétés industrielles SFBT, ALKIMIA dont les TCAM étaient respectivement de (-10,91%) et (-15,61%) et de deux sociétés évoluant dans le secteur de services à savoir TUNISAIR(-17,72%) et SIMPAR(-3,42%). Le tableau 12 nous donne une idée plus dense sur la répartition sectorielle des EPr selon l'évolution des dividendes versés.

Tableau (12) : Répartition des EPr selon l'évolution des dividendes versés et le secteur d'activité

	Services	industries	financier	Total
Chute des dividendes	02	02	00	04
Stagnation des dividendes	02	03	00	05
Augmentation des dividendes	01	00	03	04
Total	05	05	03	13

Le tableau 12 nous amène à conclure que les EPr qui évoluent dans le domaine financier ont enregistré les meilleurs performances en terme d'évolution de dividendes versés aux actionnaires. Cependant, celles, industrielles étaient les moins performantes étant donné que deux ont enregistré une chute et trois ont fait une stagnation totale. Quant aux entreprises évoluant dans le secteur de services elles ont connu les trois cas possibles d'évolution de dividendes.

Dés lors, nous pouvons dire que l'effet de la privatisation sur les résultats financiers des entreprises introduites en bourse est certes positif étant donné que toutes les entreprises depuis leur introduction en bourse continuent toujours à faire des bénéfices et distribuer des dividendes³⁴. Et bien que certaines sociétés

³⁴ Même pour le cas de l'AMS qui n'a pas distribué des dividendes a fait des bénéfices(voir tableau 12)

aient diminué la valeur de dividendes par action, les autres ont connu une augmentation ou à la limite une stagnation des dividendes versés. Mais ce qu'il faut remarquer c'est que la chute ou la stagnation des dividendes n'est pas toujours liée à l'abaissement des bénéfices enregistrés par les sociétés. D'ailleurs, le tableau 13 nous fournit une illustration de cette constatation.

Tableau 13 : Evolution de ratios de rentabilité économique³⁵ en%

	1997	1998	1999
TUNISAIR	2,59 (2,79)	3,15 (1,27)	1,26 (1,27)
ICF	12,21 (3,000)	12,06 (3,00)	7,49 (3,00)
SIMPAR	5,69 (1,150)	4,84 (0,750)	5,56 (0,800)
AMS	8,42 ND	7,12 ND	6,17 ND
SFBT	7,14 (2,500)	8,22 (2,500)	14,19 (1,000)

Source : Les rapports d'activité des sociétés pour les années 1997, 1998 et 1999

ND : n'a pas distribué

Les chiffres entre parenthèses représentent la valeur de dividende distribué par action (en dinar).

En examinant le tableau 13 nous remarquons qu'il n'existe pas parfois une relation directe entre la rentabilité de l'entreprise et les dividendes versés. Par exemple dans le cas de SFBT, la rentabilité économique bien qu'elle ait évolué de 7,14% en 1997 à 8,22 en 1998 et 14,19% en 1999, a été suivie par une baisse de dividendes de 2,5D en 97 et 98 à 1d en 1999. De même, pour le cas des ateliers mécaniques du sahel AMS qui n'a pas distribué des dividendes bien qu'elle ait réalisé des bénéfices. Quant au cas de ICF on remarque qu'elle a gardé la même valeur des dividendes malgré les fluctuations de sa rentabilité. Toutefois, SIMPAR présente l'exemple de la correspondance entre le résultat financier enregistré et le dividende versé. En effet, en 97 elle a réalisé un taux de rentabilité de 5,69% et a distribué 1,150 D par action, en 1998 la baisse du taux de rentabilité de 14,93% a baissé le dividende par action de 34,78. De même, l'augmentation du taux de sa rentabilité en 1999 de 14,8% a augmenté le dividende de 6,66%. En effet, tout dépend de la stratégie de la société pour gérer la valeur monétaire de ces bénéfices et surtout de bien assurer l'arbitrage entre les objectifs de développement structurel de l'entreprise et l'objectif d'une meilleure rémunération des actionnaires. Autrement dit, il appartient aux actionnaires de décider l'affectation des résultats de l'exercice en fonction de l'état financier de leur entreprise:

* Les actionnaires d'une société à haute « profitabilité » ont intérêt à laisser l'entreprise « capitaliser » les

³⁵ Elle se définit comme étant le rapport entre le bénéfice net et les moyens économiques mis en œuvre.

bénéfices. La valeur de l'action sera plus élevée.

*Dans le cas où, la société serait endettée, il serait préférable de laisser l'argent dans l'entreprise pour honorer à ses engagements vis à vis de ses créanciers.

Dans ce contexte, A.H. BRIERRE³⁶ remarque que « l'entreprise doit avoir une politique bien définie, dans la mesure où ses résultats le lui permettent, dans la distribution des dividendes. Les actionnaires s'accoutument vite à un certain niveau de rémunération ; le diminuer conduit à perdre des actionnaires et, parfois même, à se retrouver en face d'une nouvelle majorité »

D'ailleurs, certaines entreprises ont opté dans leurs stratégies beaucoup plus à l'allègement de leurs endettements plutôt qu'à l'augmentation des dividendes comme le prouve le tableau 14.

Tableau 14 : Evolution des ratios d'endettement global³⁷ (en%)

	1997	1998	1999
ICF (93)	20,09	16,95	16,33
AMS (94)	89,75	82,9	ND
SFBT(95)	99,01	92,81	48,93

Source : Les rapports d'activité des sociétés pour les années 1997, 1998 et 1999

ND :non disponible.

Ainsi on remarque que l'objectif de ce groupe d'entreprises a été orienté beaucoup plus à la réduction de leurs ratios d'endettement ce qui explique, en partie, la baisse de dividende versés par SFBT, la non-distribution de dividendes pour AMS et leurs stagnation pour le cas de ICF.

Pour conclure, nous pouvons dire que l'introduction à la bourse a permis aux Epr de réaliser régulièrement des bénéfices et de distribué constamment des dividendes à leurs actionnaires. Les fluctuations connues par certaines sociétés au niveau de la valeur de dividendes versés, étaient souvent dues à des stratégies et politiques menées par les dirigeants plutôt qu'à une faillite ou difficulté managériale ou financière.

³⁶ A.H. BRIERRE op. Cit p.128

³⁷ Ce ratio est le rapport entre les dettes de la société et la valeur de ses capitaux propres.

CONCLUSION GENERALE

A la fin de ce travail nous pouvons conclure que la privatisation via la BVMT a réalisé, globalement, les objectifs qui lui sont confiés par les autorités publiques et qui ont visé trois volets fondamentaux :

- **La bourse** : ceci s'est traduit par l'effet positif qu'ont joué les Epr sur les capitalisations boursières et les indices de rendement de la BVMT : TUNIDEX et l'indice BVMT.

- **L'entreprise** : Les Epr ont connu dès leurs introductions en bourse une amélioration de leurs rentabilités financières et de leurs rendements globaux. D'ailleurs, parmi les quatre meilleures sociétés au niveau de rendement global enregistré après introduction en bourse trois sont des Epr. Cette expansion s'est répercuté sur les actionnaires qui, dans la majorité des cas, ont connu une rémunération de plus en plus importante de leurs actions ou à la limite une stagnation. Les cas de baisse de dividende, sont dus aux stratégies des entreprises et ne signifient en aucun cas sa faillite ou sa difficulté financière. En effet, elles ont essayé d'atteindre des objectifs d'expansion de leurs activités, de développement et parfois d'allègement de leurs endettements. Par conséquent Le financement de ces objectifs a été réalisé moyennant l'abaissement de la valeur des dividendes par action.

-**L'Etat et le public** : La privatisation via la bourse a permis de réaliser certains objectif qui sont souvent recherchés par les décideurs tel que la promotion de l'actionnariat populaire et la mobilisation de l'épargne nationale. Ces objectifs ont connu, dans le cas tunisien, les meilleurs succès toutes les fois qu'un noyau d'«actionnaires entrepreneurs» a été construit. Ceci, constitue certes une révolution au niveau de la culture de l'épargnant. Ce dernier commence à quitter son domaine d'investissement traditionnel (placement bancaire, investissement dans les logements) pour participer à l'achat, au contrôle et même à la prise de décisions au sein des entreprises privatisées.

Cependant, un tel dynamisme ne doit pas voiler certaines réalités concernant essentiellement la qualité des EPr qui s'est concentrée sur les entreprises les plus rentables et efficaces de l'économie du fait que la majorité évoluaient dans des structures de marchés monopolistiques ou quasi monopolistiques. Pour les autres privatisations médiatisées par la bourse les ventes n'étaient pas toujours sans risque et certaines difficultés sont apparues. Mais d'une façon générale et vue toutes les contraintes qui caractérisent un petit pays comme le nôtre et un marché boursier émergent comme la BVMT nous pouvons dire que la privatisation a créé un dynamisme boursier et a permis à ce marché de devenir plus attractif et plus apte à traiter des volumes de capitaux de plus en plus important.

Références bibliographiques

- 1) Guillermo Larrain et Carlos D Wingroad[1996] « Privatisation massive, finances publiques et macroéconomie, le cas de l'Argentine et du Chili» Revue économique vol 47 n° 6, Nov 1996.
- 2) G.Defossé et Y. Flornay[1984] « la bourse des valeurs», Eds presses universitaires de France (PUF).
- 3) P. Jacques Lehmann[1992] « finance du marché » Paris eds Dunod.
- 4) A. Hubert Briere[1987] « Entreprises, épargnants : la bourse à l'heure des réformes» les eds d'organisation.
- 5) R.Gouia[1990] « Restructuration des EP» actes du colloque tenu le 16 et 17 Mai 1990.
- 6) A.A. Alchian, [1965] « Some economics of property rights» 30 II politico (1965)
- 7) Louis DE Alessi, the economics of property rights : A review of the evidence, in research in law and economics, vol. 2, 1 (R. Zerbe ed.1980).
- 8) David G. Davies [1971] « The efficiency of public versus private firms the case of Australia's two airlines Journal of law and economics » Journal of law and economics, XIV (1), April.
- 9) C. A. Duplat [1986] « La bourse, pourquoi, comment ? » les eds d'organisation PARIS.
- 10) Catherine Leray[1983] « L'appréhension de l'efficacité dans les EP industrielles et commerciales» Revue économique n°3, mai 1983
- 11) A. H. BRIERRE[1987] « Entreprises, épargnants : La bourse à l'heure des réformes »les Eds d'organisation p. 48
- 12) R. Laskine[1993] « Les privatisations, enjeux stratégiques et opportunités boursières» Eds d'organisation p 89
- 13) C. Jaffaux [1992] « Le second marché : mythes et réalités » Eds ECONOMICA
- 14) C. Jaffaux [1987] « Les introductions des sociétés depuis 1985 » Société de bourse François Dufour - Kervern, mai 1987.
- 15) B. De la Perriere G [1982]. « Introduction des moyennes entreprises en bourse » Banque n°16.
- 16) R. COBBAUT [1987] « Théorie financière » Economica.
- 17) J.C. George [1985] « Second marché : les premiers accrocs», journal des finances 14 mars 1985.