



République Algérienne Démocratique Et Populaire
Ministère De L'enseignement Supérieure Et De La Recherche Scientifique

Université Mouloud MAMMERRI De Tizi-Ouzou

Faculté des sciences économiques, de gestions et des sciences commerciales

Département des sciences financières et comptabilité

Mémoire de fin d'étude en vue de l'obtention du Diplôme de Master

Option : Finance d'entreprise

Thème :

**Effet de coût du capital sur la structure
financière de l'entreprise
« Cas de l'entreprise SAIDAL »**

Réalisé par :

- ◆ BELAID Rabah
- ◆ OURRAD Nabila

Encadré par :

M^{me} ASSOUS Nassima

Devant le jury composé de :

- ◆ **Président : M^{me} MOUMOU M/CB à UMMTO**
- ◆ **Examineur : M^r ANICHE MA/CA à UMMTO**
- ◆ **Promotrice : M^{me} ASSOUS M/CB à UMMTO**

Année 2019/2020

Remerciements

Avant tout, nous tenons à rendre grâce et louange au bon DIEU, le tout puissant de nous avoir donné la volonté et la force d'accomplir ce modeste travail.

Nous exprimons notre profonde gratitude à notre promotrice Mme ASSOUS NASSIMA pour ses encouragements et ses orientations, qui ont constitué un apport considérable dans la réalisation de ce travail.

Nous remercions également nos Co-promoteurs : Mr ASKRI Mounir, directeur comptable et financier à SAIDAL, et Mme MANSOURI Radia, Directrice d'études, développement et opérations de marché à SGBV pour leur accueil, leurs efforts, et surtout pour le temps qu'ils nous ont consacré. Nous adressons aussi nos remerciements à Mr HAMZA Hocine qui nous a offert l'opportunité de passer notre stage pratique à ses deux précieuses sociétés.

Nos remerciements s'adressent également aux membres du jury pour leur aimable acceptation d'évaluer ce travail. Nous tenons aussi à remercier tous les enseignants de l'Université Mouloud MAMMERI de Tizi-Ouzou qui ont contribué à notre formation durant notre cursus.

Nos plus profonds remerciements vont à nos familles pour les encouragements et l'amour qu'ils nous ont témoignés durant toutes ces années et, à nos amis et toute personne ayant contribué de près ou de loin à la réalisation de ce mémoire.

Que toutes ces personnes trouvent, dans la réalisation de ce travail l'expression de notre plus affectueuse gratitude.

Dédicaces

Au nom d'ALLAH le tout miséricordieux, le très miséricordieux

Je dédie cet humble travail :

- ❖ À mes chers et respectueux parents

Vraiment aucune dédicace ne saurait exprimer mon attachement, mon amour et mon affection. Je vous offre ce modeste travail en témoignage de tous les sacrifices que vous avez fait pour moi.

Que dieu tout puissant vous garde et vous procure santé et bonheur.

- ❖ À mes chères sœurs France et Kamillia :

Votre amour, votre soutien et votre accompagnement me seront toujours indispensables.

- ❖ À mon cher frère Mokrane :

Ton soutien, ta présence et tes sacrifices, m'ont permis de continuer mes études. Que tu trouve dans la réalisation de ce travail, l'expression de ma gratitude.

- ❖ À ma belle-sœur Karima et mon petit frère Slimane :

Votre présence et surtout votre humour me seront toujours indispensables.

- ❖ À mon neveu Tahar et ma nièce Cirta.

- ❖ À tous mes amis, et à toute ma famille surtout ma grande mère Ouardia.

BELAID Rabah

Liste des abréviations

Abréviations	Significations
B	Bénéfice par action de l'entreprise
B_{actif}	Bêta de l'actif financier
BMTN	Bons à moyen terme négociables
CAF	Capacité d'autofinancement
CAPM	Capital Asset Pricing Model
Cd	Taux d'intérêt de la dette
CG	Corporate Governance
CI	Capitaux investis
CMPC	Coût moyen pondéré du capital
Co	Coût du capital
COB	Commission des opérations de bourses
COSOB	Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse
Cp	Taux de rentabilité exigé sur les fonds propres
D	Valeur de marché de la dette
D	Dividende
DCT	Dettes à court terme
DLMT	Dettes à long et moyen terme
E(R actif)	Rentabilité espérée de l'actif financier
E(RM)	Rentabilité espérée du marché
EVA	Economic Value Added
G	Taux de croissance attendu des dividendes
G&S	Gordon-Shapiro
i	Taux d'intérêt réel
IBS	Impôt sur les bénéfices des sociétés
K'	Coefficient de capitalisation des bénéfices
K_{cp}	Coût des fonds propres
K_d	Coût de la dette
MEDAF	Modèle d'équilibre des actifs financiers
MVA	Market Value Added
NOPAT	Résultat d'exploitation net d'impôt
OBSA	Obligations à bons de souscription d'actions
P	Valeur boursière des fonds propres
PER	Price earning ratio
POT	Théorie Peking Order
P₀	Prix actuel d'une action
P₁	Prix d'un titre
R	Rentabilité attendue
R_{eco}	Rentabilité économique
R_{fi}	Rentabilité financière
RE	Résultat d'exploitation
R_f	Taux sans risque

ROA	<u>Return on assets</u>
ROE	Return on equity
ROIC	Taux de rentabilité des capitaux investis
SGBV	Société de Gestion de la Bourse des Valeurs
T	Taux d'imposition sur les bénéfices
TCN	Titres de créance négociables
TEG	Taux effectif global
TOT	Trade of Theory
VAC	Valeur actuelle des opportunités de croissance autofinancées
VCI	Valeur comptable des capitaux investis
Vcp	Fonds propres
Vd	Endettement net
VM	valeur de marché des capitaux investis.

Sommaire

Introduction générale.....	02
Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital	07
Introduction	07
Section1 : L’apport des théories financières traditionnelles et modernes.	07
Section 2 : Les déterminants des modes de financement.....	17
Conclusion.....	29
Chapitre 2 : L’impact de coût du capital sur la création de la valeur.	32
Introduction	32
Section1 : L’estimation de coût du capital	32
Section 02 : L’impact de la structure financière et de coût du capital sur la création de valeur	43
Conclusion.....	58
Chapitre 03 : Cas de « SAIDAL » comme illustration des développements théoriques.....	60
Introduction	60
Section 01 : Présentation de l’organisme d’accueil (Le groupe industriel SAIDAL)	60
Section 02 : Analyse de l’incidence de coût de capital sur la structure financière et la création de valeur.....	66
Section 03 : Discussion et analyse approfondie des résultats obtenus.....	76
Conclusion	81
Conclusion générale	83
Bibliographie	89
Liste des Tableaux et des figures	94
Annexes	96
Tables de matières.....	108

Introduction générale

Aujourd'hui, l'entreprise active dans un environnement qui devient de plus en plus concurrentiel, ce changement est dû aux différents facteurs notamment, à l'émergence des mouvements d'ouverture de l'entreprise à l'international. Cet environnement oblige les entreprises à mettre en place de nouvelles stratégies permettant d'assurer leur survie et d'améliorer leurs capacités compétitives.

La décision d'investissement est parmi les choix stratégiques que doit mettre l'entreprise en place dans un tel environnement. L'investissement est une décision fondamentale, elle permet une meilleure adaptation aux fluctuations de l'environnement dans lequel évolue l'entreprise. Cette adaptation est jugée cruciale et primordiale pour assurer les objectifs de celle-ci.

En effet, la réalisation des projets d'investissement nécessite à priori la mobilisation des ressources financières, qui ne sont pas gratuites. Que l'entreprise fasse appel au financement par fonds propres ou par dettes, elle est tenue de rémunérer les risques inhérents à chacun de ces modes de financement, et supporte de ce fait des coûts. Dès lors, avant tout projet d'investissement l'entreprise doit établir une bonne politique de financement, en adaptant une structure financière optimale qui minimisera les coûts des ressources employées pour financer ses investissements.

Le choix du type de financement est une décision qui émane de la politique financière tracée par l'entreprise, pour accomplir aussi bien des projets d'investissement, que pour financer son cycle d'exploitation. Cette décision ne peut pas être prise en privilégiant une variable au détriment d'une autre, pouvant aussi être plus déterminantes. De ce fait, une meilleure combinaison des ressources s'impose afin de bénéficier des avantages de chaque mode de financement.

Depuis plusieurs années, l'étude de la structure financière a constitué le thème principal de la finance d'entreprise. C'est ainsi qu'un nombre considérable de travaux théoriques et empiriques ont été réalisés sur les déterminants de la structure de financement, et leurs conséquences sur la création de valeur au sein d'une firme.

Problématique et hypothèses de recherche

Plusieurs études ont montré que le choix d'une structure financière optimale dépend de plusieurs facteurs notamment l'imperfection des marchés et la variable fiscale. L'imperfection du marché en raison de l'incertitude, l'asymétrie informationnelle et l'opportunisme des agents,

incite les entreprises à être prudentes dans leurs décisions et leurs choix notamment liés au financement. L'objectif est de minimiser, voire d'éviter les coûts résultant de ces imperfections.

Quant à la variable fiscale, c'est la variable la plus privilégiée par rapport aux autres critères lorsque l'entreprise élabore son choix de financement, car en présence de la fiscalité, l'entreprise bénéficie de l'avantage fiscal non négligeable lié à la déductibilité des charges financières dans le bénéfice imposable.

Certes l'imperfection des marchés et la variable fiscale représentent autant de facteurs qui peuvent inciter l'entreprise à établir une structure financière optimale, mais le coût du capital joue aussi un rôle primordial et incontournable pour la détermination de cette dernière.

Le coût du capital représente la rentabilité minimum que doivent réaliser les entreprises en investissant les fonds mis à leur disposition. Ces fonds proviennent des actionnaires et des créanciers qui, certes, exigent un taux de rentabilité rémunérant leur participation. À cet effet, l'étude de coût du capital est très déterminante et s'impose de plus en plus dans le choix d'une bonne structure financière. Delà, dérive notre problématique de recherche qui s'articule autour de deux questions suivantes :

1. Quel est l'impact du coût du capital sur le choix de la structure financière d'une entreprise ?

2. Comment le coût du capital oriente-t-il le choix de la structure financière d'une entreprise ?

Partons du fait qu'aucune unité monétaire n'est accordée à l'entreprise gratuitement, qu'il s'agisse de financement par fonds propres ou par dettes ; et que le coût du capital est le coût des principales de ces sources de financement, l'entreprise est tenue d'être prudente dans son choix de financement. Ceci nous amène à formuler notre première hypothèse :

HYPOTHESE 01 : Le coût du capital est le facteur clé du choix d'une structure financière d'une entreprise.

De plus, on ne peut pas analyser l'effet de coût du capital sur le choix de la structure financière sans introduire une autre variable qui est la création de valeur. Autrement dit, l'effet de coût du capital sur le choix de la structure financière sera analysé en comparant le coût des capitaux investis avec leur rendement. Delà, découle notre deuxième hypothèse :

HYPOTHESE 02 : La maîtrise du coût du capital mène l'entreprise à la création de valeur.

Nous testerons ces deux hypothèses sur l'entreprise SAIDAL qui est cotée à la bourse d'Alger. SAIDAL est une société par actions, au capital de 2 500 000 000 dinars algériens. 80% de son capital est détenus par l'État et les 20% restants ont été à des investisseurs institutionnels et à des personnes physiques. Organisé en groupe industriel, SAIDAL a pour mission de développer, de produire et de Commercialiser des produits pharmaceutiques à usage humain.

Objet de la recherche

Les entreprises s'offrent plusieurs déterminants pour fixer leur structure financière, et ce pour ses deux formes d'activités : l'investissement et l'exploitation. L'imperfection du marché et la variable fiscale orientent les entreprises quant aux choix d'une ou autre structure financière. Néanmoins, le coût du capital est incontournable pour toute structure financière qui se veut optimale. Ainsi, les apporteurs des capitaux exigent une rémunération qui incite à une analyse approfondie de coût du capital.

Objectifs et intérêt de la recherche

Pour notre travail de recherche deux hypothèses ont été formulées et notre objectif est d'expliquer, à partir d'une étude bibliographique et une autre pratique, que parmi les déterminants de la structure financière optimale d'une entreprise ; le coût du capital permet la création de la valeur, et de ce fait il reste un facteur primordial pour tout type d'entreprise, petite, moyenne ou grande. En substance, notre objectif est de trouver des réponses aux questionnements soulevés tout en les argumentants.

La méthodologie de recherche

Pour réussir notre travail, nous avons adopté une démarche méthodologique consistant : Dans un premier temps, à appuyer sur une bibliographie variée basée sur la consultation des différents ouvrages et revues de plusieurs universités. Et à partir de là, on a pu établir un cadre théorique et cerner le sujet de notre recherche. Nous avons multiplié les références, car notre souci a été de réussir une compilation à la hauteur des exigences en matière de méthodologie et l'honnêteté intellectuelle.

Dans un second temps, en une recherche empirique basée sur la notice, les états financiers et les rapports publiés par l'entreprise SAIDAL, qui servent à l'illustration des chapitres théoriques par un cas pratique.

Structuration du travail de recherche

Pour mener à bien notre travail, on a établi un plan selon la problématique de recherche, et ce, en se basant sur la synchronisation des différentes études qui ont traité le thème en question (revue de la littérature), développer les notions de base et orienter le choix de sujet vers les fondements qui nous ont permis de répondre à l'objectif de notre étude.

Le premier chapitre : traite des fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital, il est divisé en deux sections :

Section 1 porte sur l'apport des théories financière traditionnelles et modernes.

Section 2 étudie les modes de financement et ses déterminants.

Le deuxième chapitre : présente l'impact de coût du capital sur la création de valeur. Cette présentation est faite sous deux sections :

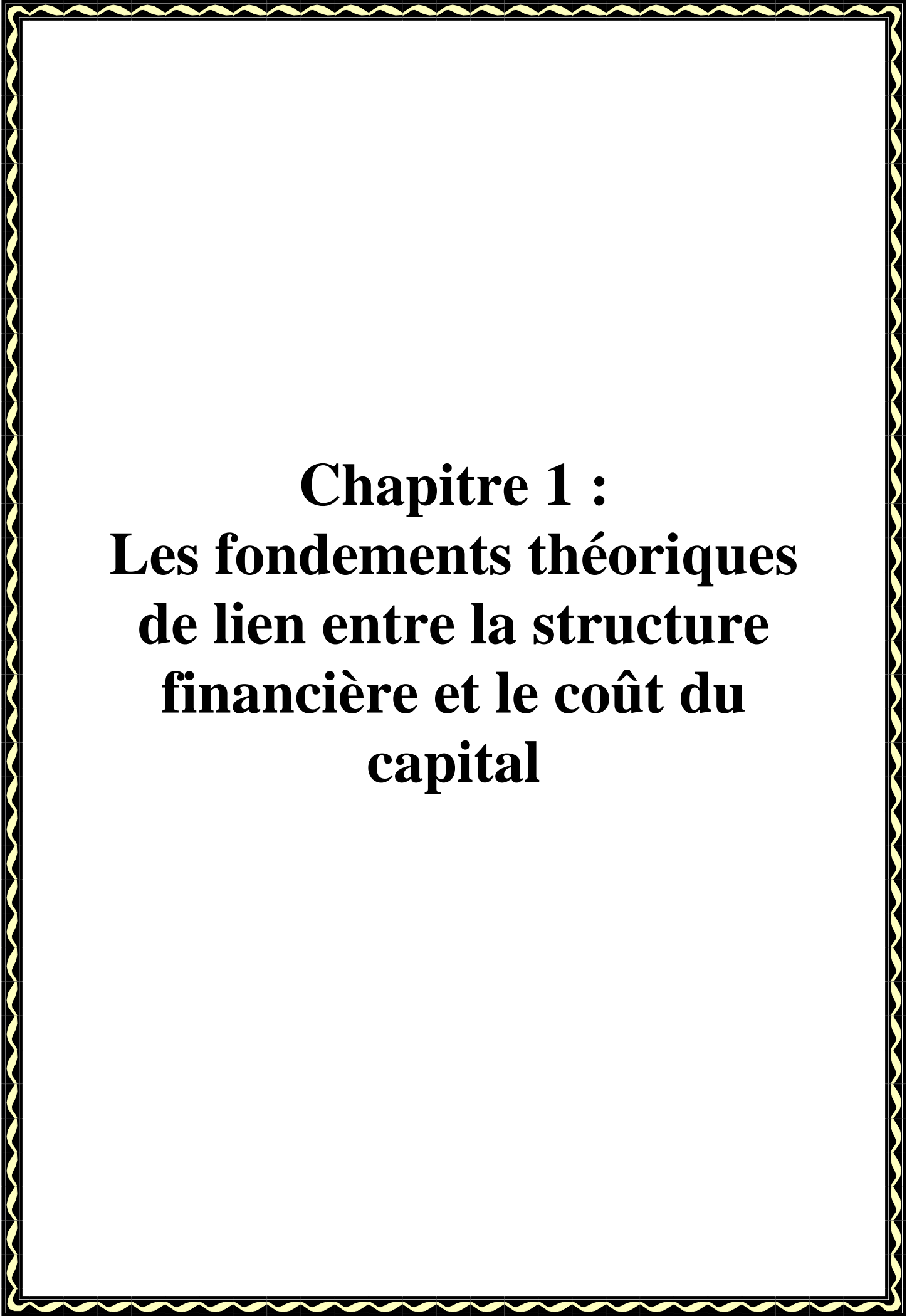
Section 1 aborde l'estimation de coût du capital, tant dis que la **section 2** évoque l'impact de la structure financière et le coût du capital sur la création de valeur.

Le troisième chapitre : est l'occasion de confronter la théorie au cas pratique au sein de l'entreprise SAIDAL. Il est scindé en trois sections :

Section 1 porte sur la présentation de l'entreprise SAIDAL ;

Section 2 étudie l'incidence de coût de capital sur la structure financière et la création de valeur ;

Section 3 porte sur la discussion et l'analyse approfondie des résultats obtenus.



Chapitre 1 :
Les fondements théoriques
de lien entre la structure
financière et le coût du
capital

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

Introduction

La structure financière des entreprises, élément central de la théorie financière, est un thème qui a suscité depuis plusieurs années l'intérêt de plusieurs chercheurs en finance. Au départ, la préoccupation était de voir l'existence ou non d'une combinaison particulière de dettes et de fonds propres qui maximise la valeur de la firme. Par la suite, les travaux qui se sont succédé ont appréhendé les déterminants de la structure financière des entreprises.

Dans cette acception, il ressort que l'étude de la problématique de la structure financière d'une entreprise consiste à comprendre les apports théoriques qui ont contribué à ce débat, et d'appréhender les déterminants du choix d'une structure financière qui tend vers l'optimum. Nous essayons, dans le cadre de ce travail, d'apporter une contribution dans ce sens, ce qui est l'objectif de ce chapitre.

Pour ce faire nous avons scindé ce chapitre en deux sections. Dans la première nous présenterons les apports théoriques traditionnels et modernes sur le lien entre la structure financière et le coût du capital. Dans la deuxième section nous expliquerons les déterminants des modes de financement.

Section1 : L'apport des théories financières traditionnelles et modernes

Les travaux relatifs à la structure financière des entreprises se sont intéressés à l'incidence des moyens de financement sur la valeur de la firme et aux déterminants de la structure financière. Ainsi, Modigliani et Miller (1958) ont montré en moyennant certaines hypothèses (la perfection des marchés) que la structure financière des entreprises est neutre.

La remise en cause progressive des hypothèses de Modigliani et Miller a favorisé l'émergence d'une nouvelle théorie explicative des déterminants de la structure financière. Et parmi les plus célèbres la théorie d'agence, théorie de signal et la théorie de coût de transaction.

Le débat sur la structure financière est loin d'être clos, puisque deux autres théories se sont succédé pour appréhender les déterminants de la structure financière. Il s'agit de la théorie de « Pecking order » ou préférences hiérarchisées de financement et de la théorie de « Market timing ».

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

1. La thèse de la neutralité de la structure financière

La thèse de neutralité de la structure financière remonte à Modigliani et Miller (1958) qui ont fondé leur approche sur l'hypothèse fondamentale de perfection des marchés financiers¹. Ils ont montré que le coût du capital et la valeur d'une firme sont indépendants de sa structure financière.

En 1958, le principe posé par Modigliani et Miller sur la théorie de la structure financière se basait sur une position de neutralité des décisions de financement sur la valeur de la firme. En effet, pour eux la valeur de l'entreprise est fortement dépendante de sa capacité bénéficiaire. Ces travaux sont construits sur la base des hypothèses suivantes :

1.1 Hypothèses de la thèse de neutralité

Pour asseoir la conclusion de la neutralité de la structure financière des firmes, Modigliani et Miller supposent ce qui suit² :

H1- Les marchés de capitaux sont efficaces et sans frictions. Cette hypothèse implique que le prix contient toute l'information. Celle-ci est alors gratuite et accessible à tous les investisseurs. De même, les coûts de transaction sur ces marchés sont inexistantes ;

H2- Les entreprises émettent des titres financiers qui représentent soit des fonds propres, soit des dettes. Ces actifs sont divisibles, ce qui les rend accessibles à plusieurs investisseurs ;

H3- Les opérations de prêts et d'emprunt s'effectuent au même taux d'intérêt. Ce taux s'applique aux investisseurs comme aux entreprises ;

H4- Le risque de faillite ou de défaillance est nul et les effets d'imposition sont ignorés ;

H5- Le résultat est entièrement distribué.

1.2 Démonstration de la thèse de neutralité

À partir de ces hypothèses, Modigliani et Miller montrent que dans un monde rationnel, le choix d'une structure financière n'a pas d'incidence sur la valeur de la firme³. Pour ce faire, ils commencent par remettre en cause la conception qui a longtemps prévalu et selon laquelle, en raison de l'effet de levier, il existe pour l'entreprise une structure financière optimale au point où s'équilibrent les effets positifs et négatifs du levier.

¹ Idir Charief : « modes de financement et gouvernement d'entreprise : une lecture de l'évolution du capitalisme français » Thèse de doctorat soutenue le 19/09/2002 ; page 21/ 22.

² Charreaux Gérard : «Théorie financière et stratégie financière », Economica, Paris, 1997, page 114.

³ Salah Eddine Kartobi : « Déterminants de la structure financière et réactions du marché boursier aux décisions de financement », thèse doctorat à l'université CADDI AYYAD, 2013, page 34.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

Cette conception part de l'hypothèse que du fait de l'incertitude sur l'avenir, l'endettement présente pour la firme des caractéristiques paradoxales. D'une part, comme le montant des charges d'intérêt n'est pas lié au résultat d'exploitation, la différence entre ce que rapportent les investissements financés par l'emprunt et l'ensemble des charges, profite aux actionnaires. Ce profit est d'autant plus important que le taux d'endettement est élevé.

D'autre part, comme l'endettement entraîne pour la firme l'obligation stricte de payer des charges financières dont le montant est fixé ex ante, toute baisse de la rentabilité fait naître pour les actionnaires le risque de n'obtenir ni la rentabilité ni les dividendes attendus.

Le risque qui est une fonction croissante du niveau d'endettement, limite le recours à cette forme de financement. En outre, du fait de ce risque, les actionnaires exigent un taux de retour sur fonds propres plus élevé. On peut alors se demander s'il n'existe pas de structure financière optimale qui allie risque et effet de levier. Pour Modigliani et Miller, dans une économie où les résultats sont actualisés à un taux qui reflète le risque, la méthode de financement n'a pas d'impact sur la valeur de la société.

Dans leur deuxième proposition d'une économie sans impôts, Modigliani et Miller montrent que la rentabilité anticipée sur fonds propres augmente avec l'endettement d'une façon linéaire. Puisque l'endettement accroît le risque des fonds propres, cette proposition conclut que les coûts des fonds propres sont une fonction croissante de l'endettement⁴.

Soit C_o : le coût du capital d'une entreprise représenté par le résultat anticipé pour les actionnaires et les créanciers rapporté à la valeur totale de l'entreprise avec :

$$C_o = C_p \left(\frac{P}{P+D} \right) + C_d \left(\frac{D}{P+D} \right) \quad (1)$$

Avec :

C_d : le taux d'intérêt de la dette

C_p : le taux de rentabilité exigé sur les fonds propres

D : la valeur de marché de la dette

P : la valeur boursière des fonds propres

L'expression n°1 indique que le coût du capital d'une firme est une moyenne pondérée du coût de la dette et celui des fonds propres. Cette proposition indique que la rentabilité exigée des fonds propres est une fonction linéaire du ratio d'endettement de la société.

⁴ Idir Charief, op. Citée, page 32.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

En multipliant les deux membres de l'égalité (1) par $(D + P)/P$; On obtient :

$$\begin{aligned} C_o (D + P)/P &= C_p [P/(P + D)](P + D)/P + C_d [D/(P + D)] (P + D)/P \\ &= C_p + C_d [D/(P + D). (P + D)/P] \\ &= C_p + C_d (D/P) \end{aligned}$$

$$\text{D'où : } C_o (D/P) + C_o = C_p + C_d (D/P)$$

$$\text{Et } C_p = C_o + (C_o - C_d) D/P$$

$$C_p = C_o + (C_o - C_d) (D /P) \quad (2)$$

Cette expression du coût du capital conduit à la proposition n°2 de Modigliani et Miller, à savoir qu'en l'absence d'impôts et de coûts de défaillance financière, le rendement des fonds propres est une fonction croissante de l'endettement. Lorsque $C_o > C_d$, l'égalité (2) montre une augmentation des fonds propres avec une hausse du ratio de la dette.

Dans cette proposition, Modigliani et Miller considèrent une économie sans impôts et sans coûts de défaillance et un marché parfait. Dans un tel environnement, qui exclut toute illusion monétaire ou financière, la valeur actuelle des revenus d'exploitation ne peut être affectée par un changement dans la répartition de ces revenus entre actionnaires et créanciers.

Cette valorisation, est fonction seulement des conditions économiques qui déterminent le risque afférant à l'activité de cette entreprise. De ce fait, l'espérance de gain d'une action d'une entreprise endettée est la même que celle d'une entreprise non endettée supportant le même risque. Dans un cas comme dans l'autre, le coût du capital (exprimé respectivement par la prime de risque dans le cours de bourse et sur le taux d'intérêt débiteur) intègre ce risque encouru⁵.

2. Remise en cause de la thèse de neutralité

Le risque de défaillance, qui peut représenter un défaut pour l'entreprise, est formé par l'accumulation de divers coûts largement diffusés au sein de l'environnement de l'entreprise, donc la défaillance de l'entreprise entraîne des coûts dits les coûts de faillite. Contrairement à l'idée selon laquelle ces coûts de faillite sont négligeables, ils constituent en réalité une proportion importante des actifs de l'entreprise. Ainsi Altman (1984) souligne que la totalité des coûts de faillite représente généralement 20% de la valeur de l'entreprise peu avant la faillite⁶.

⁵ Modigliani et Miller « Taxe and the cost of capital », American economic review, 1963, Page 64.

⁶ Ydriss ZIANE «Structure financière, relations bancaires de long terme et financement inter-entreprises des PME françaises», Thèse de doctorat, Université de PARISX-NANTERRE, Novembre2004, page 25.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

L'hypothèse d'absence de coûts de faillite implique que les créanciers de l'entreprise sont rémunérés au taux sans risque. Cette hypothèse rejetée, il est nécessaire de considérer la probabilité que l'entreprise réalise un flux d'activité ne permettant pas d'honorer le service de la dette. Le niveau de risque de défaillance, augmentant avec le poids de la dette, détermine le comportement des créanciers vis-à-vis de l'entreprise. S'ils jugent ce risque trop élevé, ils n'accordent pas de financement à l'entreprise. S'ils décident de le supporter, ils exigeront une rémunération proportionnelle⁷.

L'entreprise n'est donc plus en mesure de s'endetter de façon maximale pour bénéficier d'économies d'impôt. Le niveau d'endettement optimal diminue au fur et à mesure que les coûts de faillite augmentent (Brennan et Schwartz, 1978).

Dans ce contexte, la valeur de l'entreprise endettée est égale à celle non endettée, augmentée de la valeur actuelle de l'économie d'impôts sur les frais financiers mais diminuée de la valeur actuelle des coûts de défaillance. La structure de financement optimale est déterminée par arbitrage et elle n'est plus neutre⁸.

Par conséquent, la levée des hypothèses relatives à la fiscalité et aux coûts de faillite montre que, si le financement par endettement représente un facteur influençant positivement la valeur de l'entreprise (Modigliani et Miller, 1962), toute augmentation du niveau des dettes réduit cette valeur et ça, en raison de présence d'un risque de faillite (Brennan et Schwartz, 1978).

3. L'apport de nouvelles théories financières

3.1. L'apport de la théorie d'agence de Jensen et Meckling 1976

Selon Ross (1973), une relation d'agence apparaît entre deux individus (ou plus) lorsque l'un, l'agent ou le mandataire, agit comme représentant pour le compte du second désigné comme le principal ou mandant. Jensen & Meckling (1976) donnent une définition proche de celle de Ross ; pour ces deux auteurs, une relation d'agence « est un contrat selon lequel une ou plusieurs personnes, le principal ou mandant, engagent une autre personne, l'agent ou le Mandataire, pour accomplir des services en leur nom, services qui impliquent la délégation d'un pouvoir de décision au profit de l'agent ».⁹

⁷ Ydriss ZIANE, Op. Citée, page 25.

⁸ Ydirss ZIANE, Op. Citée, page 26.

⁹ Guy Numa «Théorie de l'agence et concessions de chemins de fer français au 19ème siècle», Revue d'économie industrielle, n°125, page105.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

La théorie d'agence consiste en la mise en place des mécanismes de contrôle qui, dans l'entreprise managériale, vont permettre de résoudre les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. Désormais, l'entreprise est considérée comme étant un nœud de contrat¹⁰, où les relations entre les actionnaires et les dirigeants de l'entreprise sont liés par des contrats. Cette théorie pose donc le problème de l'engagement contractuel et de la délégation de décisions qu'il implique. Elle tente de définir les moyens de contrôle de la délégation de droits de propriété qu'implique tout contrat et permet notamment, dans sa version positive, de trouver un fondement rationnel à l'utilisation de certaines formes de financement.

La théorie de l'agence est fondée grâce au principe néoclassique selon lequel tout individu agit de façon à maximiser son intérêt particulier avant l'intérêt général. Selon cette hypothèse, l'agent économique, dont le comportement est conditionné par le système économique et la structure juridique dans lesquels il opère, est capable d'anticiper rationnellement l'incidence des relations d'agence existantes. Ces considérations induisent naturellement l'existence de coûts liés à l'élimination des risques de conflit entre le mandant et le mandataire ; dits coûts d'agence¹¹.

Dans ce cadre, l'analyse des relations d'agence permet de justifier la mixité de la structure financière comme un mode de gouvernance de l'entreprise. Les relations contractuelles liant les principaux agents économiques intéressés au financement de l'entreprise ont un impact sur le choix de la structure de financement. La politique financière est alors considérée comme un mode de réduction de ces coûts d'organisation ou de transaction internes à l'entreprise.

3.2 L'apport de la théorie du signal de Majluf et Mayer 1984

Complémentaire à la théorie d'agence, Cette théorie est fondée sur l'existence d'une asymétrie d'informations, leurs modèles basés sur les jeux de signalisation, contribuent de façon rigoureuse à l'explication de certains phénomènes financiers, notamment ceux liés aux problèmes d'asymétrie informationnelle.

En effet cette théorie postule que les agents internes à l'entreprise, mieux informés que les investisseurs externes, ont intérêt à transférer une partie de l'information privée à ces derniers par le biais d'un signal. Ainsi, la structure financière et le degré de diversification du portefeuille des dirigeants sont considérés comme des sources d'information à destination des créanciers. Ces signaux doivent permettre la réduction des asymétries d'information, et par

¹⁰ Boussadia Hichem «La gouvernance d'entreprise et le contrôle du dirigeant : cas de l'entreprise publique algérienne», Thèse de doctorat, Université Abou Bekr-Belkaid, Tlemcen, 2014, page17.

¹¹ Ydriss ZIANE, Op. Citée, page 28.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

conséquent l'obtention de financements à des conditions favorables pour les entreprises qui disposent des opportunités d'investissement les plus favorables.

D'après le modèle présenté par Ross (1977), le niveau d'endettement est un signal diffusé par le dirigeant pour faciliter l'identification du type d'entreprise qu'il dirige. À partir de là, les dirigeants sont dans l'obligation d'émettre des signaux crédibles, parce que si ces derniers émettent de mauvais signaux, certes l'entreprise peut retirer des gains, mais seront inférieur à la pénalité encourue¹².

Ce modèle démontre que le niveau d'endettement distingue efficacement les firmes selon la qualité de leurs projets d'investissement. L'entreprise est dans l'obligation de créer de la valeur pour ses actionnaires, ce qui rend coûteux le financement par fonds propres, et pour faire face à cette cherté des fonds propres, l'entreprise opte pour l'endettement.

La théorie de signal montre également que la valeur de l'entreprise augmente avec la hausse de l'endettement. En effet ce mode de financement, certes risqué, influe positivement la performance de l'entreprise.

3.3. L'apport de la théorie des coûts de transaction de Ronald Coase en 1988

La théorie des coûts de transaction développée par Williamson (1988)¹³ suppose que les agents ne sont dotés que d'une rationalité limitée qui signifie l'incapacité à être totalement informé et à comprendre et prévoir les réactions des travailleurs, des clients, des fournisseurs et des concurrents. Et les agents se comportent de manière opportuniste, c'est-à-dire qu'ils sont prêts à mentir ou à tricher pour défendre leurs intérêts.

À ce titre, Williamson montre qu'il existe trois modes de coordination de la production. Il s'agit du marché, de la firme, définit comme un mode de gouvernance qui assure la coordination des activités économiques à travers des relations d'ordre et d'hierarchie, et des formes hybrides constituées par des relations durables entre entreprises (sous-traitance, partenariat, alliances diverses).

Le mode de gouvernance à choisir est celui qui minimise les coûts de transactions. Celles-ci peuvent être génériques ou spécifique et présentent trois caractéristiques : l'incertitude, la

¹² www.études-et-analyses.com «Théorie financière de signalisation», publié Mai 2007.

¹³ Williamson Olivier. E «Corporate finance and corporate governance», Journal of Finance, V 43 (3), 1988, page 567.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

fréquence et la spécificité des actifs. Cette dernière est l'attribut des transactions le plus important lors du choix d'un mode de gouvernance. Ainsi, plus les biens échangés sont standards, c'est-à-dire ayant un très faible niveau de spécificité des actifs, plus les transactions seront fréquentes et plus le marché sera le mode de gouvernance choisi.

Williamson (1988) applique les concepts de la théorie des coûts de transaction aux décisions de financement et considère que les fonds propres et l'endettement sont des structures de direction de la firme et non pas de simples instruments financiers concurrents ou alternatifs. Il affirme que la solution de financement optimale est celle qui minimise les coûts de transaction entre les agents.

Ces coûts sont largement influencés par la spécificité des actifs à financer. Il en découle que le choix d'une source de financement est déterminée par la spécificité des actifs à acquérir. Ceci implique que le financement d'une entreprise reflétera la nature de la politique d'investissement. Ainsi, lorsqu'il s'agit de financer un actif peu spécifique, il est plus adéquat de recourir à l'endettement car, en cas de faillite, cet actif peut toujours être vendu à un bon prix. Ceci incite les créanciers à prendre part dans son financement. De même, son coût pour la firme ne sera pas élevé¹⁴.

Par ailleurs, lorsque l'actif à financer est trop spécifique, l'entreprise n'a pas intérêt à s'endetter. En effet, les créanciers savent que sa valeur sera très faible après son acquisition et qu'il est difficile de trouver un acquéreur en cas de faillite. Dans ce cas, les créanciers vont exiger une prime de risque élevée et vont ajuster le contrat de prêt de sorte à se prémunir contre le risque de non remboursement.

4. L'émergence de la gouvernance d'entreprise

La gouvernance d'entreprise, connue sous le nom de « Corporate Governance (CG) »¹⁵, est apparue au cours des années 80 pour s'élargir plus tard, dans la plupart des économies développées. Cette gouvernance d'entreprise résulte de la nécessité de défendre les intérêts, au sein des entreprises, notamment ceux des actionnaires et des dirigeants.

¹⁴ Williamson O.E, Op. Citée, page 569.

¹⁵ Darine Bakkour : «Études et synthèse : Un essai de définition du concept de gouvernance», Mémoire de master spécialité Économie Théorique et Appliquée, Décembre 2013, page 13.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

Gérard CHARREAUX définit la gouvernance d'entreprise comme « l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire »¹⁶.

Le gouvernement d'entreprise privilégie la création de valeur pour le propriétaire. Dans ce système, l'objectif de l'entreprise consiste en la valorisation du cours boursier du titre détenu par l'actionnaire. Dans ce contexte, il est nécessaire de prendre des mesures visant à aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires.

La notion de la gouvernance d'entreprise est très ancienne, ses fondements théoriques sont apparus avec le passage de l'entreprise entrepreneuriale à l'entreprise managériale. Depuis, les théories de la gouvernance d'entreprise n'ont pas cessé d'évoluer, selon les théories contractuelles, la création de la valeur passe par la discipline et par la réduction des coûts d'agence, qui sont générés par les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants pour la théorie actionnariale, et entre les différentes parties prenantes pour la théorie partenariale.

Selon l'approche actionnariale, la gouvernance d'entreprise est définie comme l'ensemble des mécanismes permettant de sécuriser l'investissement financier, ils sont essentiellement basés sur la discipline permettant de sécuriser l'investissement financier via la maximisation de la valeur actionnariale¹⁷. Quant à la seconde approche qui est partenariale, elle considère le système de gouvernance comme étant un ensemble de contraintes régissant la négociation entre les différents partenaires de l'entreprise pour se partager la rente.¹⁸

5. Les nouveaux apports théoriques en matière de structure financière :

Le débat sur la structure financière est loin d'être clos, puisque deux nouvelles théories ont récemment fait leur apparition pour appréhender les déterminants de la structure financière des firmes. Il s'agit de la théorie des préférences hiérarchisées de financement (Peking order) et de la théorie de (Market timing).

¹⁶ Gérard Charreaux : «Le gouvernement des entreprises. Corporate Governance. Théories et faits», Économica, Paris, 1997, page 421.

¹⁷ Meddeb Haithem «La théorie de la gouvernance d'entreprise», article publié Aout 2012 (le monde des sciences.com).

¹⁸ Ikbel Kerkeni «Vers un nouveau cadre d'analyse du gouvernement d'entreprise : la gouvernance des PME», mémoire de Mastère, Tunis 2008.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

5.1 Théorie des préférences hiérarchisées de financement

Fondée sur l'existence d'asymétries informationnelles entre les agents aussi bien à l'intérieur qu'à l'extérieur de l'entreprise, la théorie de « peking order » nous enseigne que l'entreprise suit une hiérarchie des financements précise guidée par le besoin de fonds externes et non par la recherche d'un ratio d'endettement optimal¹⁹.

Selon Myers (1984), les investissements de l'entreprise sont, tout d'abord, financés par des fonds internes (autofinancement), puis par des émissions nouvelles de titres d'emprunt, et enfin, par des émissions nouvelles d'actions. Les augmentations de capital n'interviennent qu'en dernier ressort, quand l'entreprise a dépassé sa capacité d'endettement.

L'ordre de préférences s'explique par le fait que l'autofinancement ne pose pas de problèmes d'asymétries informationnelles qui peuvent coûter cher à l'entreprise. En effet, en choisissant de se financer de manière interne, l'entreprise n'aura pas à justifier ses décisions d'investissement puisqu'elle financera ces derniers par les ressources générées de son activité. Ce problème de justification se pose lorsque l'entreprise manifeste un besoin de financement externe. Elle aura alors à choisir entre l'émission de titres d'emprunt et l'augmentation de capital pour combler son déficit.

Le financement par émission de nouvelles actions apparaît plus coûteux pour l'entreprise que le financement par endettement. Ceci s'explique par le fait que les actionnaires exigent un plan détaillé des projets et des perspectives d'avenir de l'entreprise. La communication de ce plan revient chère à l'entreprise et donne une information précieuse à ses concurrents. De plus, l'augmentation du capital pose des difficultés techniques qui engendrent des coûts supplémentaires. On comprend alors pourquoi l'entreprise opte d'abord pour l'endettement en cas de déficit interne de financement.

En effet, l'émission des titres d'emprunt est une opération moins coûteuse que l'augmentation du capital dans le sens où les créanciers exigent moins d'information que les actionnaires sur les investissements projetés du fait qu'ils ont droit à une rémunération fixe. Le constat à tirer de cette théorie, est que la structure financière d'une entreprise est le résultat cumulé des décisions de financement individuelles dans lesquelles les dirigeants suivent une hiérarchie.

¹⁹ www.africmemoire.com/part.3-1-1-6-apports-des-théories-modernes-de-la-firme-736.html#_ftn7.

5.2 Théorie de Market Timing²⁰

La théorie de « Market Timing » se réfère au climat du marché financier pour expliquer en quoi résulte une structure financière. En effet, les modalités à choisir pour se financer dépendent des conditions du marché, il serait opportun pour une entreprise de procéder à des augmentations de capital si le climat boursier est favorable à ces opérations, c'est-à-dire lorsque les cours des titres évoluent à la hausse reflétant ainsi l'optimisme des investisseurs. L'entreprise aura intérêt à racheter ses titres ou à s'endetter lorsque le pessimisme règne sur le marché boursier.

Dans cette condition, la structure du capital des firmes ne résulte plus du choix conscient d'un ratio cible d'endettement, ni de préférences hiérarchisées de financement, mais de l'accumulation des décisions prises dans le passé en fonction du contexte boursier du moment.

Section 2 : Les déterminants des modes de financement

Le terme structure financière est un ensemble de concepts qui revêt plusieurs sens. Dans son sens large, lorsqu'on parle de la structure financière de l'entreprise, on fait allusion à l'ensemble des ressources qui finance l'entreprise, qu'il s'agisse des capitaux propres, dettes à long terme, des dettes à court terme ou des ressources d'exploitation²¹.

Pour qu'une entreprise ait une bonne structure financière doit mettre en place une panoplie de facteurs. Il s'agit des études approfondies des sources de financement à savoir les fonds propres et les dettes. Le choix de ces derniers doit s'effectuer à travers un ensemble de critères de sélection de différentes sources de financement.

Pour que le choix soit pertinent, il est indispensable de connaître, au préalable, l'ensemble des sources de financement possibles ainsi que leurs caractéristiques. Dans la sous-section qui suit, on présente les principaux modes classiques de financement adoptés par les gestionnaires de l'entreprise pour financer les nouveaux projets et les nouvelles opportunités.

1. Les principales sources de financement des entreprises :

On distingue 03 grandes formes de financement :

- **Financement par fonds propres ;**
- **Financement par endettement ; et**

²⁰ Salah Eddine Kartobi, Op. Citée, page 107.

²¹ G. Depallesns ; J. Jobard : « gestion financière de l'entreprise », 11 EME édition, 1997 page 811.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

➤ **Financement par quasi-fond propre.**

1.1. Le financement par le fonds propres

Il existe trois moyens de financement de fonds propres :

1.1.1 Autofinancement

L'autofinancement représente la première source interne de financement à qui l'entreprise fait appel pour couvrir ses besoins notamment l'investissement. Selon E.COHEN «l'autofinancement est le surplus monétaire dégagé par l'entreprise sur son activité propre et conservé par elle pour financer son développement futur »²².

L'autofinancement permet à l'entreprise d'être indépendante vis-à-vis des banques, il réduit aussi le risque créancier et permet aux dirigeants de conserver le contrôle face au danger que représente une augmentation du capital.

1.1.2 Augmentation du capital

Il existe plusieurs façons de procéder à une augmentation de capital afin de renforcer sa structure financière, On distingue généralement quatre types d'opérations sur le capital des sociétés²³ :

- L'augmentation de capital par apport en numéraire ;
- L'augmentation de capital par apport en nature ;
- L'augmentation du capital par incorporation de réserves ; et
- L'augmentation de capital par conversion de dettes ;

Le choix de l'une de ces modalités d'augmentation du capital, revient à l'arbitrage entre les avantages et les conséquences financière de chaque modalité sur l'entreprise.

1.1.3 Cession d'actif

Dans certains cas, l'entreprise peut vendre des actifs qui ne sont pas nécessaires à son activité pour trouver de nouveaux capitaux.

Les cessions d'éléments de l'actif, peuvent aussi résulter de deux autres volontés ²⁴:

- Renouveler le parc des immobilisations : En effet, ce renouvellement normal s'accompagne généralement de la vente du matériel placé.

²² Cohen. E : « gestion financière de l'entreprise et développement financier », EDICEF/AUPELF, 1991, page 194.

²³ Salah Eddine Kartobi, Op. Citée, page 176.

²⁴ L. Fekkak : « chapitre II : modalités du choix de financement », cours de Gestion financière/ S5, page 18, publier sur le site www.cours-exercices.com.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

- Le recentrage des activités : L'entreprise cède des usines, des filiales ou des participations dès lors qu'elle décide de revenir à son métier dominant. Dans ce cas, les sommes en jeu peuvent être considérables.

1.2. Financement par endettement

Le financement par les sources externes constitue le complément indispensable du financement par capitaux propres.

1.2.1 Financement par emprunt bancaire indivis

Cet emprunt, dit indivis c'est-à-dire non divisible, est contracté auprès d'un seul prêteur (Banque, établissement financier spécialisé...) ; il établit ainsi une relation bilatérale entre un seul prêteur et un seul emprunteur. L'entreprise s'engage, selon un échéancier fixé à l'avance à rembourser le capital et à verser des intérêts périodiques. Ce type d'emprunt est spécialisé et le financement accordé est accompagné d'une prise de garantie²⁵.

Les emprunts indivis peuvent prendre la forme de prêt ou de crédit selon la durée du concours financier et son mode de versement qui se fait entre la somme qui participe au remboursement du capital emprunté (L'amortissement) et la somme qui participe au remboursement de l'intérêt²⁶.

Les modalités de remboursement de ces indivis peuvent être de trois sortes :

- remboursement par amortissements constants
- remboursement par annuités constantes
- remboursement in fine.

1.2.2 Emprunt obligataire

Au lieu de recourir à l'endettement auprès des établissements spécialisés et des banques, les entreprises cotées en bourse ont le privilège d'émettre des titres de créance négociables dits obligations, Ainsi l'appel à l'épargne public s'agit de contrats financiers qui précisent les obligations²⁷.

L'émission d'un emprunt obligataire nécessite l'autorisation du ministère des Finances. Les sociétés par actions doivent avoir nécessairement au moins deux années d'existence et

²⁵ SI Amer A, Sibeur L : « L'impact du choix de la structure financière sur le coût du capital d'une entreprise cotée en bourse », mémoire de master à l'université Mouloud Mammeri De Tizi-Ouzou, 2017, page 28.

²⁶ Philippe Gilet : « les différents modes de financement et la structure optimale de capital » cours d'université paris dauphine publier sur le site www.crefige.dauphine.fr.

²⁷ Salah Eddine Kartobi, option citée, page 188.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

présenter deux bilans successifs régulièrement approuvés, et leur capital doit être entièrement libéré. Elles doivent également obtenir le visa de la Commission des opérations de bourses (COB)²⁸.

On distingue quatre(04) catégories d'obligations à savoir²⁹ :

- Les obligations ordinaires représentent un simple droit de créance sur l'entreprise émettrice ; elles donnent droit à un intérêt payable une fois par an (date de jouissance).
- Les obligations convertibles confèrent à leurs titulaires le droit de demander la conversion de leurs titres en actions.
- Les obligations remboursables en actions sont obligatoirement remboursées à l'échéance prévue en actions.
- Les obligations à bons de souscription d'actions (OBSA) sont accompagnées d'un bon de souscription d'actions à un prix fixé d'avance.

1.2.3 Financement par Le crédit-bail et La cession –bail (lease back)

Le crédit-bail couramment appelé le « leasing » est un contrat par lequel une personne le crédit bailleur (société de financement ou banque) achète un bien et le met à la disposition d'une autre personne le preneur (le locataire), moyennant le paiement d'un loyer, le locataire dans ce cas n'est pas juridiquement propriétaire du bien mis à sa disposition, cependant dans une logique de comptes Consolidés, les biens acquis en crédit-bail sont assimilés à des immobilisations³⁰.

Ainsi, au terme du contrat, l'entreprise aura généralement le choix entre restituer ou acheter le bien et en devenir propriétaire. Dans certains cas, il est aussi possible de prolonger le contrat de location en renégociant les différentes conditions.

Le crédit-bail présente l'avantage d'être flexible, adapté pour les biens sujets à l'obsolescence rapide et de procurer un financement total de l'investissement.

Il existe deux formes de crédit-bail³¹ :

a) Crédit-bail mobilier il porte sur les machines ou sur des véhicules, le contrat prévoit :

- ✓ La durée de la période irrévocable.
- ✓ Le montant irrévocable.

²⁸ www.SGBV.dz.

²⁹ Philippe Gilet : « les différents modes de financement et la structure optimale de capital » cours d'université paris dauphine.

³⁰ Yazami Jaouad : «Crédit-bail et financement des entreprises», mémoire de fin d'étude, Université d'Agadir, 2010, page 89.

³¹ Yves Bernard, Jean- Claude : « Dictionnaire économique et financier », Seuil, Paris, 1996, Page 44.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

✓ La pouvoir de rachat.

b) Le crédit-bail immobilier il porte sur les immeubles à usage professionnel, ses caractéristiques sont :

✓ Longue durée de contrat.

✓ Indexation des loyers et de la valeur résiduelle.

✓ Pré-loyers.

La cession bail ou lease-back C'est une opération qui consiste pour une entreprise à céder des biens mobiliers ou immobiliers (matériel, usine...) à une société de crédit-bail qui lui laisse la jouissance sur la base d'un contrat de crédit-bail prévoyant les conditions du rachat³².

Cette opération est intéressante lorsque l'entreprise à épuiser toutes les autres sources de financement.

1. 3. Le financement par quasi-fonds propres

Ce sont des sources de financement dites hybrides. On distingue 04 grandes formes à savoir :

1.3.1 Les titres participatifs

Titres de créances dont l'émission est réservée aux sociétés de secteur public et aux sociétés coopératives. Leur rémunération est indexée sur le niveau de l'activité. En cas de liquidation, ils sont remboursables en dernier rang³³.

1.3.2 Les prêts participatifs

Titres de créances émis par les établissements de crédit au profit des entreprises. Ils sont rémunérés par participation aux résultats. En cas de liquidation, ils sont remboursables en dernier rang³⁴.

1.3.3 Les subventions d'investissement

Il s'agit de subventions accordées par les organismes publics à certaines activités d'intérêt général. Elles sont assimilées à des fonds propres du fait qu'elles ne sont pas remboursables. Elles restent une source de financement exceptionnelle. L'entreprise doit connaître les conditions d'octroi de ces subventions et chercher à en bénéficier³⁵.

³² Conso .P, Lavaud .R, Colasse .B, Fousse. J-L : « Dictionnaire de gestion financière », Dunod, Paris, 1986, Page 402.

³³ www.cosob.org.

³⁴ About M : «Le prêt participatif : ce qu'il faut savoir», article publié le 26/02/2014 sur tout savoir sur la création d'entreprise.

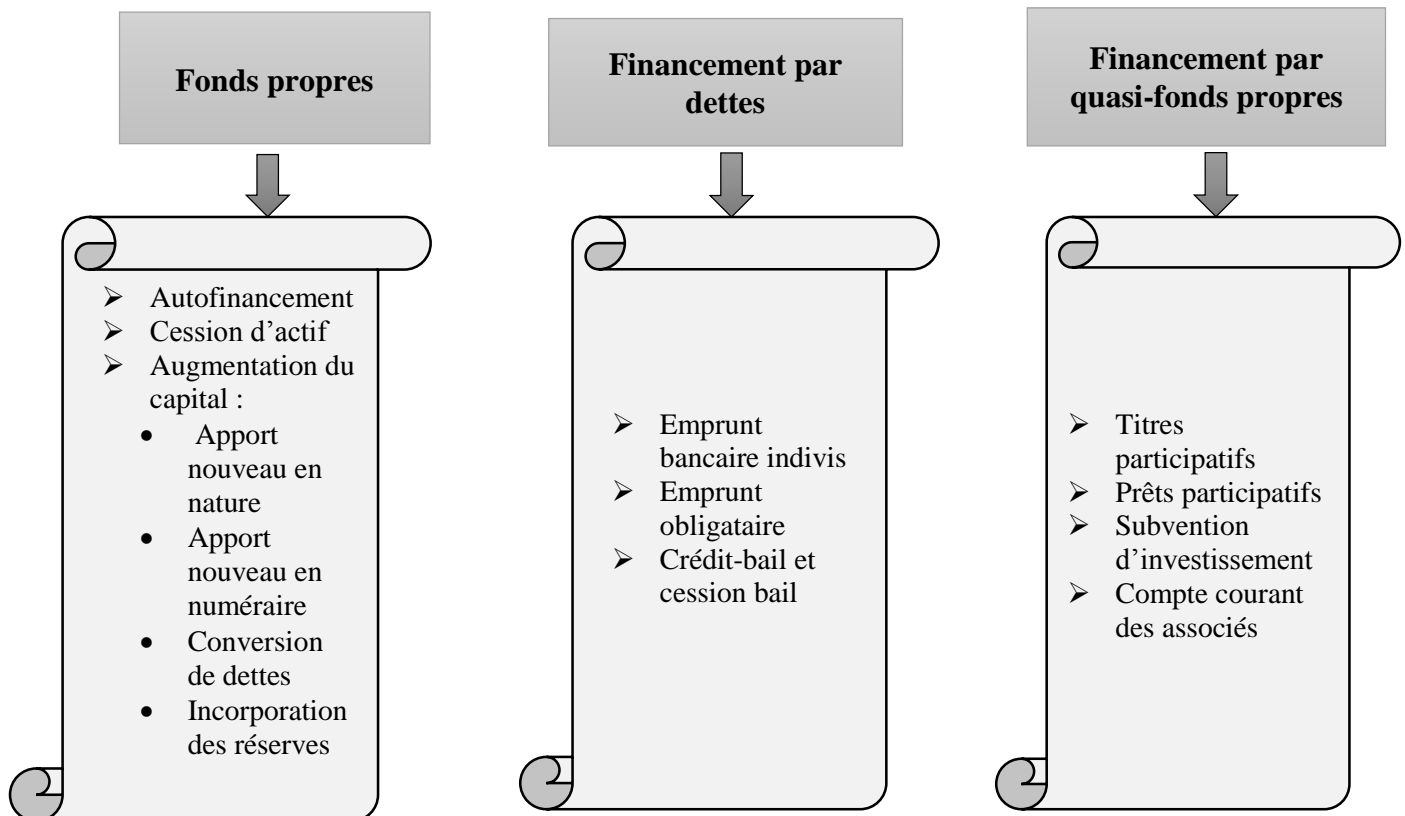
³⁵ L Fekkak, op citée, page 20.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

1.3.4 Les comptes courants bloqués des associés

Les comptes courants d'associés sont destinés à recevoir les sommes mises à la disposition de la société par ses associés de façon temporaire. Ils sont donc destinés à être retirés à plus ou moins long terme. C'est pourquoi on parle de quasi-fonds propres et qu'ils figurent parmi les dettes au passif du bilan. Seuls les associés peuvent être titulaires de comptes courants³⁶.

Schéma n°01 : Les sources de financement des entreprises



Sources : établie par nous-même.

Ce schéma présente les différents modes de financement auxquels l'entreprise peut recourir pour financer ses besoins liés à l'investissement.

Face à tel nombre de ressources financières, l'entreprise doit choisir le(s) mode(s) de financement qui leur permet de réaliser ses objectifs, notamment la maximisation de sa valeur et la minimisation du coût du capital. Ce choix intervient dans le cadre de certaines contraintes et des critères de sélection qui favorisent un mode de financement à un autre.

³⁶ Pierre Facon : « le compte courant d'associé », article publié le 10/10/2016 sur le coin des entrepreneurs.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

2. Le choix des sources de financement

Nous savons que l'entreprise pour faire face à ses besoins de financement dispose de multiples sources de financement, néanmoins l'entreprise voit son champ de possibilités limité par des contraintes qu'elle doit respecter pour pouvoir enfin choisir le mode de financement le plus adéquat. Nous verrons donc les contraintes à respecter puis les critères de choix du mode de financement.

2.1 Les contraintes du financement de l'entreprise

Le choix de financement est limité par des contraintes liées à la situation financière, économiques et fiscales.

2.1.1 Les contraintes liées à la situation financière de l'entreprise

2.1.1.1 La règle de l'équilibre financier

Elles sont issues de la déontologie financière ³⁷:

- **Règle d'équilibre financier minimum :**

C'est-à-dire les emplois stables doivent être financés par les ressources stables.

- **Règle de l'endettement maximum :**

Le montant de dettes de financement ne doit pas excéder le montant des fonds propres. Ce principe s'exprime dans le ratio d'autonomie financière.

$$\text{capacité d'endettement} = \frac{\text{dettes financière}}{\text{capitaux propres}}$$

Ce ratio doit être inférieur à 1.

- **Règle de la capacité de remboursement :** le montant de dettes de financement ne doit pas présenter plus de 3 à 4 fois la CAF annuelle moyenne prévue. Ce qui est exprimé par le ratio suivant :

$$\text{ratio de capacité de remboursement} = \frac{\text{dettes financière}}{\text{CAF}}$$

- **Règle minimum de la CAF :** l'entreprise doit autofinancer une partie (en général 30%) de l'investissement pour lequel elle sollicite des crédits.

La prise en considération de ces contraintes conduit à éliminer systématiquement certains modes de financement. En effet, si ces ratios sont proches de la limite, l'entreprise ne peut accroître son endettement à moins d'offrir d'importantes garanties ou d'accepter que les

³⁷ L Fekkak, op citée, page 20.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

prêteurs exercent un certain contrôle sur sa gestion. Son choix se réduit alors au financement par capitaux propres et/ ou crédit-bail³⁸.

2.1.1.2 L'évaluation du risque financier

Le risque financier est le risque encouru par l'entreprise en raison de sa politique de financement. C'est un risque supplémentaire que court l'entreprise et qui dépend de la façon dont elle est financée.

Lorsque le financement est entièrement assuré par les fonds propres, il n'y a pas de charges d'intérêts à supporter et le risque est nul. Lorsque l'entreprise est financée par des emprunts, elle aura des emprunts à rembourser et des charges d'intérêt à supporter. La fixité de ces engagements et l'obligation de satisfaire ses créanciers en bonne date d'échéance et de payer des charges d'intérêts, d'un côté, et le risque de ne pas dégager des liquidités suffisantes, d'un autre côté, font naître **le risque financier**³⁹. Ce que limite l'entreprise à recourir à l'endettement.

En effet, le développement et la rentabilité de l'entreprise sont facilités par le recours au crédit. Donc l'entreprise doit impérativement mesurer ce risque et de trouver l'équilibre entre fonds propres et dettes. Et cet arbitrage peut se résoudre à l'aide de l'effet de levier.

2.1.1.3 Le coût du capital

Toutefois, toute décision rationnelle doit en principe, intégrer le coût de chacun des modes de financement. Vu que le coût du capital d'une entreprise dépend de la combinaison de capitaux propres et dettes choisie, L'entreprise fait recours à des sources de financement les moins coûteuses.

2.1.2 Les contraintes économiques

2.1.2.1 La taille

Les grandes entreprises ont évidemment un éventail de choix beaucoup plus grand que les petites, lesquelles par exemple ne peuvent faire appel public à l'épargne.

2.1.2.2 L'état du marché financier

D'une manière générale, si le marché financier est déprimé et il ne favorise pas les émissions de titres ; les entreprises doivent trouver des financements de substitution. Rappelons

³⁸ Philippe Gilet « les différents modes de financement et la structure optimale de capital » cours d'université paris dauphine.

³⁹ L Fekkak, op citée, page 21.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

que l'entreprise est d'autant plus vulnérable qu'elle est soumise à une forte dépendance ou à une forte concurrence, notamment quand les marchés financiers connaissent eux-mêmes des difficultés, ce qui va produire des répercussions sur l'entreprise, qui se traduira pour elle en difficultés pouvant être par exemple la faillite.

Autre cause de difficultés, quand l'entreprise se trouve dans la situation où elle accède difficilement aux systèmes de financement, par exemple : seules les entreprises publiques ont accès aux titres participatifs, seules les sociétés de capitaux peuvent émettre des obligations, des actions⁴⁰ (Les règles juridiques de recours aux moyens de financements externes). L'entreprise doit trouver des financements alternatifs.

2.1.3 Les contraintes liées à l'environnement fiscal

Le choix d'une structure financière de l'entreprise ne peut être basé juste sur des critères financiers et économiques, car les moyens de financement sont traités différemment par le droit fiscal. Cette disparité provient donc principalement de l'avantage fiscal dont bénéficient les intérêts financiers liés aux capitaux empruntés, alors que la rémunération des fonds propres qui est faite par les dividendes qui sont doublement imposés d'abord à l'impôt sur les résultats puis à l'impôt sur les distributions⁴¹.

2.2. Les critères de choix des modes de financement

L'étude de la structure financière se base sur la comparaison des différentes sources de financement à savoir les fonds propres et les dettes. En effet, l'entreprise choisie le mode de financement le plus adéquat à sa situation et le plus créateur de valeur, en se basant sur le principe d'arbitrage entre les coûts et les gains inhérents à la fois au financement par fonds propres et au financement par dettes. Ceci nous amène à s'interroger sur les facteurs déterminant le choix de financement entre les fonds propres et les dettes.

2.2.1 Les facteurs explicatifs du choix de financement

Il existe plusieurs études théoriques qui apportent un précepte concernant la détermination de la structure financière des entreprises. Parmi celles-ci, la Trade of Theory (TOT), qui est basé sur la réalisation d'un compromis entre les coûts et les avantages liées à

⁴⁰ Philippe Gilet « les différents modes de financement et la structure optimale de capital » cours d'université paris dauphine.

⁴¹ Salah Eddine Kartobi : « déterminants de la structure financière des entreprises marocaines », mémoire de master, l'université CADDI AYYAD, 2008, page 33.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

l'endettement. Les auteurs de cette théorie stipulent que le choix de financement des entreprises est expliqué et guidé par **un ratio d'endettement optimal**⁴².

La prise en considération l'existence d'asymétries informationnelles dans les décisions de financement conduit à rejeter la notion de ratio-cible d'endettement par la théorie Peking Order (POT) ; les auteurs de celle-ci stipulent quant à eux que les décisions de financement suivant **un ordre lexicographique**. En effet les entreprises préfèrent se financer de manière interne. Si le financement externe est nécessaire, alors l'entreprise émet d'abord les titres les plus sûrs ; elles commencent avec l'endettement avant de continuer avec des titres hybrides comme les obligations convertibles, et enfin en dernier ressort avec les actions.

Plusieurs études empirique viennent étudier l'impact de certaines variables sur le ratio d'endettement (mesuré par le ratio : dettes/fonds propres), Et tentent d'expliquer les décisions de financement des entreprises. Ces variables sont :

2.2.1.1. La taille

L'influence positive de la taille sur le niveau d'endettement peut être validée théoriquement à l'aide de la TOT. En effet, plus la taille de l'entreprise est importante, plus l'entreprise est à même de disposer d'activités diversifiées, ce qui réduit le risque d'apparition de coûts de détresse financière et le risque de faillite. Les arguments qui tentent d'expliquer le sens négatif relèvent plus du domaine de la théorie de l'information. En effet, la taille serait une mesure inverse de l'information divulguée par l'entreprise à ses investisseurs externes. Les entreprises sembleraient éviter de s'endetter si les investisseurs externes ne connaissent pas le niveau de risque de l'entreprise.

2.2.1.2. Les taxe

Selon les prescriptions de la TOT, les entreprises s'endettent dans le but de profiter du principe de déductibilité fiscale des charges des dettes. Par conséquent, plus le taux de taxation est important, plus les entreprises devraient s'endetter (à condition bien entendu de disposer de résultats avant impôts bénéficiaires)⁴³.

⁴² Olivier Colot, Mélanie Croquet : « Les déterminants de la structure financière des entreprises belges », revue Reflets et perspectives de la vie économique, 2007/2 Tome XLVI, pages 178.

⁴³ Olivier Colot, Mélanie Croquet, op citée, pages 186.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

2.2.1.3. Les avantages non liés à la dette

Le principe de déductibilité fiscale des charges des dettes est concurrencé par l'existence d'avantages non monétaires non liés à l'endettement. Les amortissements et les provisions pour risques et charges en sont de bons exemples dans la mesure où ils constituent deux moyens légaux de diminuer l'impôt à payer. Par conséquent, l'existence de tels moyens réduit l'attrait de l'endettement pour les entreprises, ce qui explique le sens négatif de la relation entre les avantages non liés à la dette et la structure financière des entreprises⁴⁴.

2.2.1.4. Les opportunités de croissance

Les entreprises pour lesquelles existent d'importantes opportunités de croissance auront plus de difficultés de se financer par endettement car la valeur liquidative des actifs sous-jacents est quasiment nulle. La POT donne une toute autre vue d'analyse ; les entreprises ayant de fortes opportunités de croissance à financer, se tourneront en priorité vers l'endettement, source de financement externe moins soumise à la présence d'asymétries informationnelles que l'émission d'actions.

2.2.1.5. La tangibilité de l'actif

La présence d'immobilisations corporelles au bilan de l'entreprise a un impact non négligeable sur son endettement. En effet, ces immobilisations corporelles constituent des garanties importantes aux yeux des créanciers (leur valeur liquidative étant importante), ce qui facilite son accès aux crédits bancaires. La POT apporte également les mêmes conclusions. En effet, plus une entreprise possède un actif tangible, moins elle sera sensible aux asymétries informationnelles et donc, plus facilement elle aura accès aux crédits bancaires⁴⁵ (le risque de sélection adverse et d'aléa moral étant réduits).

2.2.1.6. La rentabilité et profitabilité

L'impact de la rentabilité et de la profitabilité sur la structure financière des entreprises est assez ambigu, car souvent ces deux notions se confondent. D'après la POT, au plus une entreprise est rentable au plus elle sera capable de s'autofinancer et par conséquent, au moins elle recourra à l'endettement. L'argument avancé par la POT se base sur la rentabilité économique (ROA) comme mesure de la rentabilité de l'entreprise. Or cette mesure peut également être perçue comme étant celle de la profitabilité de l'entreprise.

⁴⁴ Salah Eddine Kartobi, op citée, page 196.

⁴⁵ Olivier Colot, Mélanie Croquet, op citée, pages 187.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

Cependant, les conclusions de la TOT contrarient celles de la POT dans la mesure où, plus une entreprise est rentable, plus elle devra s'endetter pour profiter au maximum du principe de déductibilité fiscale des charges des dettes.

2.2.1.7. Le risque

La volatilité des bénéfices accroît le risque de détresse financière et réduit de ce fait, l'endettement financière de l'entreprise. Ainsi la POT stipule l'existence d'une relation négative entre le risque de faillite et le ratio d'endettement.

2.2.2. Les critères justifiant l'importance des fonds propres par rapport aux dettes

Le choix de financement entre fonds propres et dettes soulève la question de distinction entre ces deux ressources et suscite de s'interroger sur les critères qui les différencient. S'agissant des fonds propres, ils diffèrent des dettes sur plusieurs points. D'une part, ils ne sont pas exigibles, leur existence est permanente et procurent aux actionnaires un droit de décision et de contrôle. Tandis que les dettes doivent être remboursées, les capitaux propres restent à la disposition de l'entreprise pour une période indéterminée⁴⁶. D'autre part, leur rémunération est indexée sur la rentabilité.

Quant aux dettes, leurs caractéristiques diffèrent totalement de celles des fonds propres, car elles sont exigibles et moyennant le versement des intérêts contractuellement fixé. Aucune prérogative de contrôle ou de gestion n'est accordée aux créanciers. Ainsi, la contrepartie de leur participation au financement de l'entreprise se limite au remboursement de la dette, moyennant le versement d'intérêts indépendamment du résultat réalisé.

De plus, le capital-actions peut représenter une option d'achat des actifs, donnant le droit aux actionnaires d'être les propriétaires exclusifs de l'entreprise, et ce en achetant les dettes par le remboursement total des créanciers⁴⁷. L'option est un droit accordé aux actionnaires mais une obligation pour les créanciers, puisque ces derniers n'ont pas le droit de renoncer à la vente de leurs créances une fois l'option d'achat est levée par les actionnaires.

D'un point de vue risque/rentabilité, les fonds propres sont plus risqués que les dettes et donc plus coûteux, et ce du fait que leur rémunération est tributaire de résultats réalisés. Ainsi, quand le résultat réalisé est bénéficiaire, il profite à la fois à l'entreprise et aux apporteurs de

⁴⁶ Guyvarc'h A. et Thauvron A., « Finance », Éditions Foucher, Paris, 2010, Page 64.

⁴⁷ Assous Nassima : « l'impact des décisions financières sur la création de valeur au sein des entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger : cas de SAIDAL et L'E.G.H-AURASSI » ; thèse doctorat, l'université Mouloud Mammeri de TIZI-OUZOU, 2015, page 96.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

capital-actions et quand il est déficitaire, ces derniers perdent et ne reçoivent rien en contrepartie.

Ajouter à cela, qu'en cas de liquidation, les actionnaires sont remboursés après les créanciers. Bien que les actionnaires soient les créanciers résiduels, il n'en demeure pas moins qu'ils disposent d'une prérogative de taille à savoir le contrôle et la gestion, leur permettant de participer à la prise de décision et au contrôle au sein de l'entreprise et d'assumer, ensuite, les conséquences de leur décision. C'est la raison de vouloir investir en actions, si non aucun bailleur de fonds n'aurait intérêt à être actionnaire⁴⁸. C'est ainsi que les analystes justifient l'importance du financement par fonds propres par rapport à celui des dettes.

2.2.3. L'importance de financement par dettes

La dette constitue un moyen de financement irréfutable participant aux perspectives de croissance de l'entreprise. Comparativement aux fonds propres, elle représente la source de financement la moins coûteuse permettant à l'entreprise d'y faire appel dès que nécessaire puisqu'elle facilite les procédures de financement.

Par ailleurs, plusieurs entreprises considèrent que l'endettement n'est pas seulement leur dernier recours lorsque les autres ressources s'avèrent insuffisantes, il est aussi un moyen de financement procurant toute une panoplie d'avantages⁴⁹. De ce fait, la dette n'est pas conçue comme une ressource résiduelle, recherchée dès que les fonds propres font défaut, elle est aussi recherchée pour ses divers avantages à savoir : fiscaux, disciplinaires et de maximisation de la rentabilité des actionnaires.

Conclusion

La première section de ce chapitre a présenté une synthèse des contributions au débat sur la structure financière. La remise en question progressive des hypothèses de base du modèle de Modigliani et Miller (1958) a montré que le choix d'une structure financière dépend de plusieurs variables. En effet, l'apport des théories modernes met en œuvre une structure financière qui résulte d'un arbitrage entre les économies d'impôts liés à l'endettement et les coûts d'une éventuelle faillite. La théorie des préférences hiérarchisées de financement montre que la structure financière est influencée par les asymétries d'information. La théorie de Market timing affirme que celle-ci dépend des conditions du marché.

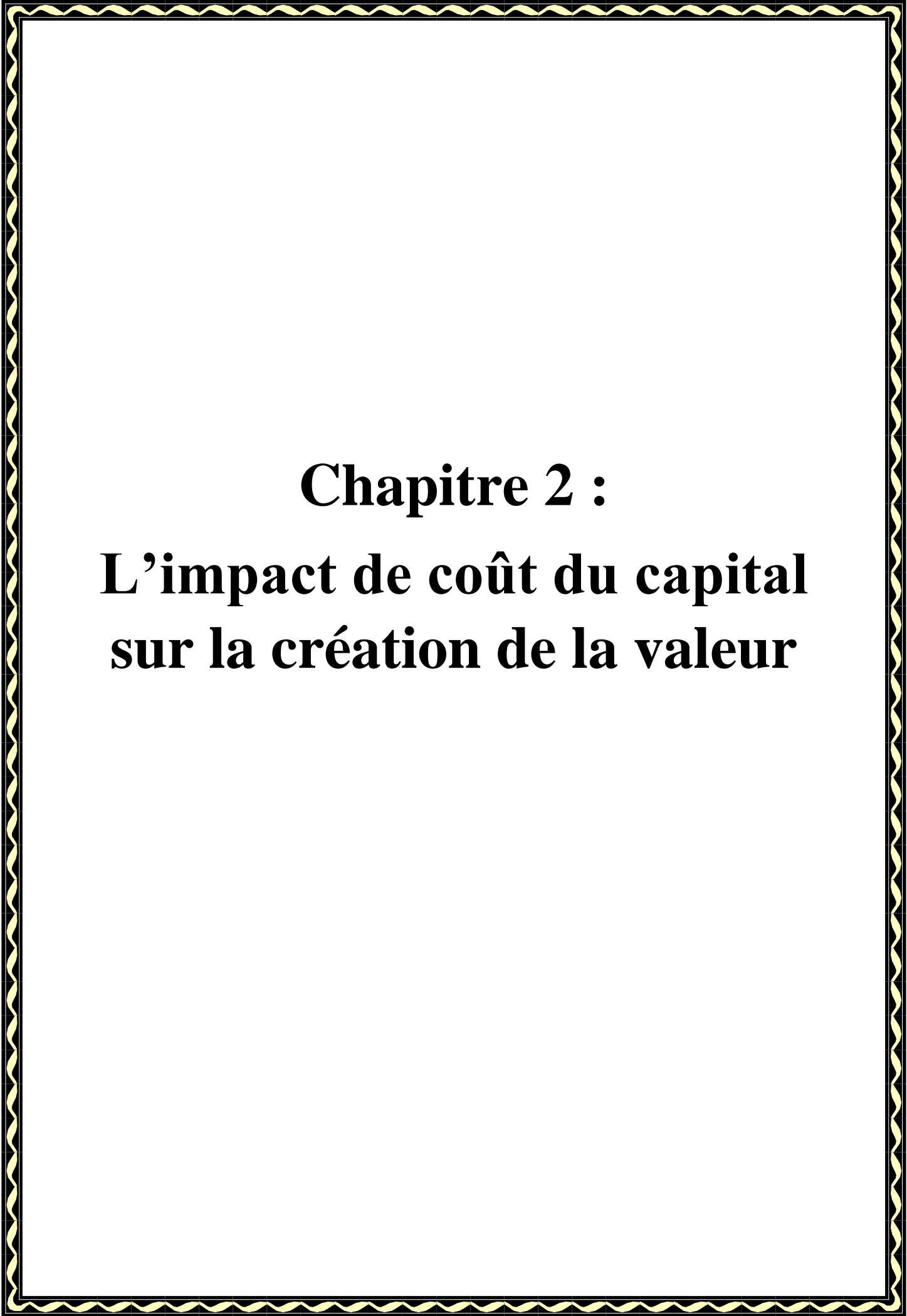
⁴⁸ Assous Nassima, op citée, page 96.

⁴⁹ Assous Nassima, op citée, page 98.

Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital

D'après la deuxième section, nous constatons que les entreprises disposent de plusieurs modalités pour financer leurs activités et leur croissance. Ainsi, elles peuvent se financer par trois modes : fonds propres qui constituent une source de financement interne ; endettements qui représentent une source de financement externe ; et enfin les quasi-fonds propres considérés comme un financement hybride. Néanmoins l'entreprise voit son champ de possibilités limité par des contraintes qu'elle doit respecter pour pouvoir enfin choisir le mode de financement le plus adéquat ; et ce en se basant sur un ensemble de critères de sélection.

Tout au long de ce chapitre, on a bien compris que la structure financière mesure la part respective des fonds propres et des dettes, qui représente les sources de financement de toute entreprise. Ce sont des ressources, certes qui ne sont pas gratuites et de ce fait, leur coût influence la structure financière. Plus ces coûts sont élevés, moins les conditions de création de valeur sont favorables. Le chapitre qui suit nous permettra d'étudier l'impact de ces coûts sur la création de valeur.



Chapitre 2 :
**L'impact de coût du capital
sur la création de la valeur**

Introduction

Dans le contexte de mondialisation des économies qui se traduit par une exigence de compétitivité croissante, les politiques de management des entreprises sont plus que jamais soumises à une contrainte de performance. Dans ce contexte, la logique financière, ou plus exactement celle des marchés financiers, domine et fait de la création de la valeur son objectif principal.

La création de la valeur (création de richesse) conditionne la réussite de toute entreprise. Cette richesse est plus que nécessaire et indispensable pour le développement de toute entreprise désirent s'imposer sur un marché, de plus en plus concurrentiel et difficile à maîtriser.

En effet, dans la théorie moderne comme dans la théorie traditionnelle néoclassique, la micro-économie financière établit un objectif unique de maximisation de la richesse des actionnaires que doivent rechercher les dirigeants d'entreprise. Dans ce sens, la valeur créée trouve son origine dans la rentabilité des capitaux investis qui doit être supérieur au coût moyen pondéré du capital⁴⁹, c'est-à-dire supérieur au taux de rentabilité minimal exigé par les pourvoyeurs de fonds.

Ce coût représente un facteur déterminant du niveau d'activité économique et de la compétitivité des entreprises, il représente le taux de rendement requis par les apporteurs de capitaux au sein de la firme (actionnaires et bailleurs de fonds). Il est apprécié par le coût moyen pondéré du capital, à cet effet, la détermination du coût de capital impose la détermination du coût spécifique de chaque catégorie de source de financement utilisée. De plus, sa détermination aide les entreprises à évaluer son incidence sur le financement global et sur la création de valeur.

Section 1 : L'estimation de coût du capital

La notion du coût capital pour une entreprise correspond au coût supporté par l'entreprise pour rémunérer les différentes ressources de financement mobilisées, à des conditions considérées comme satisfaisantes par les apporteurs de fonds qu'ils soient investisseurs ou bailleurs de fonds.

Compte tenu de la diversité des ressources, le coût du capital est souvent approché comme la résultante d'une moyenne pondérée des coûts des différentes ressources contributives. À cet effet, La détermination du cout de capital impose la détermination du coût spécifique de chaque

⁴⁹Marc Bertoneche «Création de valeur et coût du capital», article publié le 14/03/2016 sur Les Echos Business.

ressource ou catégorie de ressource de financement utilisée mais aussi la mesure du poids respectifs de chacune d'entre elle dans le financement global⁵⁰.

Nous serons à mener donc, à développer les différentes méthodes d'estimation des ressources notamment des fonds propres et des dettes.

1. Estimation des fonds propres

Généralement les fonds propres se caractérisent par un coût implicite correspondant à la rémunération exigée par les actionnaires détenteurs des titres sous forme de dividendes ou de gains en capital. Le coût des fonds propres résulte de l'exigence de rémunération exprimé par les actionnaires ou du taux de rémunération servi aux actionnaires de manière à maintenir leur satisfaction à l'égard des titres détenus.

Ce taux de rentabilité requis est influencé par le niveau de risque affectant le titre. Plus le risque d'exploitation et le risque financier sont élevés plus la prime de risque est élevée et le coût des fonds propres augmente. Pour l'actionnaire, le coût des capitaux apportés est le taux d'actualisation qui égalise la somme des entrées et des sorties de trésorerie pour l'actionnaire.

On distingue donc deux méthodes d'appréciation des fonds propres : Les modèles actuariels, qui sont basées sur l'actualisation des flux de revenus générés par l'action admettent l'appartenance à une classe de risque donnée, et la prise en compte implicite d'une prime de risque. Et le modèle d'équilibre des actifs financiers MEDAF qui permet une détermination du coût des fonds propres en explicitant la prime de risque par apport à un actif sans risque.

1.1 Par les méthodes actuarielles

Ces méthodes permettent d'estimer le coût des fonds propres en se basant sur les perspectives à long terme de l'entreprise. Ces modèles stipulent que pour connaître le coût, il faut avant tout, voir comment les actions sont évaluées sur le marché⁵¹. Ils supposent alors que l'actionnaire en plaçant ses fonds dans le capital de l'entreprise, désire en plus de tirer un dividende (D), vendre à une période déterminée, le titre à un prix (P1) lui assurant une plus-value. Donc, l'actionnaire évalue l'action à partir des dividendes espérés et le cours futur tout en connaissant la rentabilité qu'il attend (r) qui est supposée constante.

⁵⁰ Si Amer A, Sibeur L : « L'impact du choix de la structure financière sur le coût du capital d'une entreprise cotée en bourse », mémoire de master, l'université Mouloud Mammeri De Tizi-Ouzou, 2017, page 38.

⁵¹ Si Amer A, Sibeur L, Op. Citée, page 39.

1.1.1 Les dividendes et les plus-values

Le dividende n'est pas la seule source de gain pour l'actionnaire, il y a aussi les plus-values. Soit (P_0) le prix actuel d'une action (i) est égal par construction à la somme du dividende et de la plus-value divisée par la valeur initiale de l'action, soit⁵² :

$$E(Ri) = \frac{(P_1 - P_0) + D_1}{P_0}$$

Le dividende est prélevé en très grande partie sur les bénéfices de l'entreprise, cela signifie que si l'entreprise n'est pas ou pas assez rentable, l'assemblée générale peut décider de ne rien distribuer. Par conséquent, l'actionnaire au contraire du détenteur d'obligations qui touchera ses coupons-revenus de l'obligation tant que l'entreprise ne fait pas faillite, n'est pas sûr de percevoir un revenu. L'actionnaire peut toutefois encaisser d'autres revenus que le dividende, pendant cette période, avec les plus-values en revendant ses actions plus chères que leur valeur d'achat⁵³.

1.1.2 Modèle d'actualisation des dividendes de Gordon-Shapiro

Un bon nombre de méthodes se basent sur le patrimoine de l'entreprise ou sur des données historiques. La méthode de G&S dite méthode de croissance perpétuelle se base elle sur l'avenir de l'entreprise, cette démarche estime que la valeur actuelle d'un actif financier correspond à la somme des flux que percevra son détenteur. Autrement dit, la valeur d'une action est la valeur actualisée des dividendes à recevoir.

La formule est suivante⁵⁴ :

$$Px = \frac{D}{K-G} \quad \Longrightarrow \quad K = \frac{D}{Px+G}$$

Avec :

Px : Prix théorique de l'action

D : Premier dividende à venir

K : taux de rentabilité demandé par les investisseurs

G : Taux de croissance attendu des dividendes.

Trois aspects doivent être retenus pour cette formule, D'une part l'absence d'horizon, le calcul se fait à l'infini, On estime que chaque année, la croissance attendue du dividende se répétera. D'autre part, la non-prise en compte des plus-values, En effet, selon les théoriciens,

⁵² Albouy Michel « Financement et coût du capital des entreprises », Edition EYROLLES, Paris 1991, page 58.

⁵³ www.edubourse.com/guide/Dividende,lerevenudel'investisseuràlongterme.

⁵⁴ www.edubourse.com/guide/GordonShapiro,uneméthodedevalorisationrapide.

les plus-values dégagées ne sont pas significatives à très long terme. Dernier point, le taux de rentabilité attendu doit être constamment supérieur au taux de croissance des dividendes.

Cette méthode est utilisée quotidiennement par les analystes pour calculer la valorisation d'une action lors d'une introduction en bourse. Toutefois, cette méthode n'est pas utilisée seule. Elle doit être mise en place dans un environnement sectoriel, ainsi elle est utile pour comparer plusieurs valeurs du même secteur.

1.1.3. Bénéfice par action et taux de capitalisation des capitaux propres

Les financiers utilisent souvent un ratio appelé «**Price earning ratio**» pour juger l'évaluation d'un titre ; ce ratio est défini par le rapport suivant :

$$PER = \frac{COURS\ DE\ L'ACTION}{BENEFICE\ DE\ L'ACTION}$$

L'inverse de ce ratio ($\frac{BENEFICE\ DE\ L'ACTION}{COURS\ DU\ TITRE}$) est parfois utilisé pour représenter le taux de capitalisation qui définit la valeur des capitaux propres. Or il s'avère que l'inverse du PER qui est assimilé au coût des fonds propres⁵⁵, dit aussi coefficient de capitalisation des bénéfices, n'est significatif du vrai coefficient de capitalisation de l'entreprise que dans certains cas.

Le modèle de la valeur du titre sous-jacent au coefficient de capitalisation du bénéfice courant est construit à partir de deux hypothèses :

Hypothèse 1 : Le bénéfice est entièrement distribué.

Formellement, le modèle s'écrit comme suit :

$$Px = \frac{B}{K} \quad \Longrightarrow \quad K = \frac{B}{Px}$$

Avec :

B : le bénéfice par action de l'entreprise.

K' : le coefficient de capitalisation des bénéfices.

Px : La valeur du titre.

Si l'hypothèse est vérifiée, le bénéfice est entièrement distribué, k' est alors équivalent à k, si k désigne le vrai coefficient de capitalisation recherché :

$$Px = \frac{B}{K'} = \frac{B}{K}, \text{ Si } B = D \quad \Longleftrightarrow \quad K = \frac{B}{Px} = \frac{D}{Px} = K$$

⁵⁵ Albouy Michel, Op. Citée, page 64.

Hypothèse 2 : Une partie du bénéfice est réinvestie.

Dans ce cas il existe une croissance par autofinancement et une valeur attendue des projets d'investissement futurs, donc la valeur du titre dépend aussi de la valeur actuelle des opportunités de croissance (VAC). D'où l'estimation de la valeur du titre est égale à :

$$Px = \frac{B}{K} + VAC \longleftrightarrow \frac{B}{K} < \frac{B}{K'}$$

Trois cas peuvent présentés :

- Lorsque $vac > 0$: l'investissement d'une partie des bénéfices est Rentable, le coefficient de capitalisation du bénéfice courant k' sous-estime la vraie valeur du coefficient de capitalisation k .

La relation entre k et k' est donnée par :

$$K = k' \left(\frac{Px}{Px - VAC} \right)$$

- Lorsque $vac = 0$: il y a une équivalence entre k et k' .
- Lorsque $vac < 0$: l'investissement n'est pas rentable, le coefficient de capitalisation des bénéfices surestime le coefficient de capitalisation des capitaux propres.

Jusqu'à là nous avons vu comment calculer le coût des fonds propres d'une entreprise à partir des modèles actuariels. Bien que ces derniers présentent un intérêt pratique et évident, ils souffrent de plusieurs lacunes ; d'abord ils nécessitent de connaître ou d'anticiper correctement le taux de croissance futur de l'entreprise à long terme, ce qui n'est pas une chose facile.

Ensuite ils permettent d'estimer le coût des fonds propres à partir des variables internes à la gestion de l'entreprise et on remarque que ces modèles sont en quelque sorte déconnectés des conditions du marché financier (taux d'intérêt et prime de risque...). D'où l'importance des modèles d'évaluation des actifs financiers qui tiennent en compte d'une prime de risque sur le marché dans la détermination du coût des fonds propres⁵⁶.

1.2 Par le MEDAF

Le MEDAF est un modèle d'évaluation des actifs financiers, également appelé CAPM (Capital Asset Pricing Model). Ce modèle est issu de la théorie de portefeuille qui établit le lien entre la rentabilité et le risque d'un titre. Il permet ainsi, de déterminer le taux de rentabilité attendu par le marché sur un titre de propriété. Ce taux correspond à un coût d'opportunité pour

⁵⁶ Albouy Michel, Op. .Citée, page 181.

l'actionnaire et au coût des fonds propres pour l'entreprise. Ce dernier est obtenu en évaluant la rentabilité d'un titre à partir de trois variables :

- Le taux d'intérêt sur les actifs sans risque ;
- L'espérance de rentabilité au marché ;
- Risque systématique de l'action appelé « Bêta ».

Formellement le MEDAF s'écrit comme suit⁵⁷ :

$$E(R_{actif}) = R_F + \beta_{actif} \cdot [E(R_M) - R_F]$$

Avec :

E(R actif) : rentabilité espérée de l'actif financier ;

R_f : taux sans risque ;

B_{actif} : Beta de l'actif financier ;

E(R_M) : rentabilité espérée du marché.

En effet, ce modèle est venu remédier aux lacunes des modèles actuariels. En 1964, William Sharpe et d'autres économistes ont cherché à évaluer les primes de risque relatives des différents titres. Ce fut l'acte de naissance du MEDAF. Donc, il est nécessaire d'introduire la notion de risque d'un actif financier qui est à la base de ce modèle.

1.2.1 Risque d'un actif financier

Le risque d'un actif financier se définit, pour un investisseur, comme étant l'incertitude qui existe quant à la valeur de cet actif à une date future, et constitue une composante majeure des décisions d'investissement. Markowitz (1952) définit le risque d'un titre comme étant la dispersion de ses rentabilités autour de leur valeur moyenne.

Le risque total d'une action peut être décomposé en risque systématique et risque spécifique. Le risque spécifique est propre au titre ou à l'action et il peut être éliminé grâce à une bonne politique de diversification. Les pertes sur un titre peuvent être compensées par les gains réalisés sur les autres titres. Il suffit, donc, de diversifier son portefeuille pour échapper au risque spécifique⁵⁸. Ce risque est dénommé également risque diversifiable. Quant au risque systématique, il n'est pas diversifiable et de ce fait, ne peut pas être éliminé. Selon le MEDAF, il est le seul risque rémunéré. Il se mesure par le coefficient β .

⁵⁷ Albouy Michel, Op. Citée, page72.

⁵⁸ Assous Nassima, op citée, page 93.

1.2.2 Le coefficient bêta

Le bêta représente la réaction du titre aux fluctuations du marché. Autrement dit, le coefficient β traduit et mesure la volatilité de la rentabilité d'une action par rapport à la rentabilité du marché⁵⁹. Le bêta constitue, avec les ratios de dette et de prix, un des indicateurs fondamentaux que les analystes observent lorsqu'ils choisissent des actions pour leurs portefeuilles.

Le β est égal à la covariance de l'action et du marché rapporté à la variance du marché. Plusieurs cas peuvent se produire en fonction de sa valeur, car elle peut être égale, supérieure ou inférieure à un :

- Une valeur de β supérieure à un : signifie que la rentabilité d'une action connaîtra une variation ou une volatilité plus forte que la rentabilité du marché, l'action est volatile et amplifie les mouvements du marché.
- Un β inférieur à un : indique que la rentabilité d'une action a une amplitude de volatilité moins forte que celle du marché, c'est-à-dire l'action fluctue moins que le marché.
- Enfin, un β égal à un : indique que l'action suit le marché et reproduit les mouvements de celui-ci.

1.2.3 Critiques du MEDAF

Ce modèle est confronté à plusieurs difficultés, en effet, le MEDAF suppose que la distribution de probabilité des taux de rentabilité des titres est constante, mais la réalité montre bien que ces taux ne le sont pas et les coefficients bêtas ne sont pas stables. On utilise donc une approximation, ce qui peut induire au faux résultat.

Aussi l'utilisation du MEDAF suppose la connaissance de la composition du portefeuille de marché qui est censé contenir tous les actifs financiers et réels, mais en pratique on constate que ce portefeuille est assimilé à l'indice de marché qui ne contient que les titres cotés. De plus, La taille des entreprises n'est pas prise en compte. Or les titres à faibles capitalisations ont souvent des rentabilités supérieures aux entreprises à fortes capitalisations.

Malgré ces limites, le MEDAF semble acceptable puisqu'il est le plus pratique des modèles d'estimation du coût des fonds propres.

⁵⁹ Assous Nassima, op citée, page 93.

La détermination du coût du capital suppose non seulement la détermination du coût des fonds propres mais aussi le coût de la dette.

2. Le coût généré par le financement externe

Le coût généré par le financement externe est à priori relativement simple à évaluer, sur la base de statistiques de taux d'intérêt. Toutefois, d'autres facteurs non négligeables interviennent comme les frais de dossiers pour l'octroi de crédit, frais de paiement des intérêts ou de remboursement, etc. Ces frais alourdissent les charges financières de l'entreprise, ce qui fait qu'ils doivent être intégrés pour calculer le taux représentatif du coût de la dette.

Pour la plupart des entreprises, surtout les grandes entreprises, le financement par dette peut inclure plusieurs formes à savoir, l'emprunt bancaire indivis, crédit-bail et les émissions des titres de créances. Dans tous les cas, les coûts pour chacun de ces types doivent être additionnés pour déterminer le coût de la dette totale de l'entreprise⁶⁰. Autrement dit le coût moyen de la dette est la somme des coûts pondérés des dettes que l'entreprise détient.

Formellement :

$$CMPD = Kd * P$$

Avec :

CMPD : le coût moyen de la dette ;

Kd : coût de chaque dette ;

P : proportion de chaque dette de la dette totale.

Pour plus de précision, on utilise les données après impôt. L'estimation du coût de la dette après impôt s'obtient à partir de la formule suivante :

$$Kd \text{ après impôt} = Kd \text{ avant impôt} (1 - \text{taux d'imposition})$$

2.1 Le coût de financement par l'emprunt bancaire indivis

La forme de crédit la plus directe à analyser est sans doute l'emprunt indivis, emprunt effectué auprès d'un seul prêteur, en général un établissement de crédit. L'élément principal du coût de l'emprunt est ici le taux d'intérêt nominal⁶¹. La déductibilité fiscale des charges financières constitue un facteur de réduction de ce coût.

⁶⁰ www.wikiHow.com,commentcalculerlecoûtdeladette,

⁶¹ Olivier G, Ronan M, « le coût di capital », Rapport du groupe de travail CNIS, juillet 2015, page 17.

2.2 Le coût de financement par le crédit-bail

Le crédit-bail est une autre forme de crédit, passé sous forme d'un contrat de location d'un bien mobilier ou immobilier pour une durée déterminée et irrévocable, souscrit entre une entreprise le « crédit-preneur » et une banque ou un établissement spécialisé le « crédit bailleur ». L'information sur le coût du crédit-bail repose donc sur les loyers que verse le locataire, qui recouvrent de façon indistincte le droit d'usage du bien, le coût des capitaux immobilisés par le bailleur et le prix des services qu'il fournit. S'y ajoutent les frais d'entretien du bien à la charge de l'emprunteur jusqu'à la fin du contrat et sa valeur résiduelle en cas d'exercice de l'option d'achat.⁶²

2.3 Le coût de financement par émission de titres de créances

Le titre de créance le plus représentatif est l'emprunt obligataire. Cette forme de financement est accessible à certaines entités (État, collectivité publique, entreprise publique ou privée), sous certaines conditions. Le montant emprunté est divisé en parts ; les obligations qui représentent donc une fraction du total de la dette, remboursable à une date et pour un montant fixés à l'avance, et qui rapporte un intérêt.

Le coût de l'emprunt obligataire offre des similitudes avec celui de l'emprunt indivis dans la mesure où il repose en première analyse sur le taux d'intérêt nominal (ou facial) que l'emprunteur doit servir à son créancier. Ce taux, fixé au moment de l'émission, est appliqué à la valeur nominale de l'obligation pour déterminer le montant des intérêts annuels (coupons) que l'emprunteur doit verser au porteur de l'obligation.

Ce taux peut être fixe, ou variable en fonction de l'évolution d'un indice de référence pris le plus souvent sur un marché de taux. Le contrat d'émission doit prévoir également, le prix d'émission et les modalités de remboursement (l'émetteur peut introduire des primes d'émission ou de remboursement), la durée, et les garanties de l'émission.

Les obligations ne sont pas les seuls titres de créances que les entreprises peuvent émettre. On peut également citer, les bons à moyen terme négociables (BMTN) et les titres de créances négociables (TCN) d'une durée initiale supérieure à un an pouvant être émis par les entreprises, et dont les conditions d'émission sont les mêmes que celles qui s'appliquent aux émetteurs de billets de trésorerie (montant unitaire minimal, notation exigée, garanties identiques, domiciliation obligatoire...).

⁶² Olivier G, Ronan M, OP. Citée, page 19.

NB :

Le décalage entre la date de règlement et la date de jouissance, la prime d'émission, la prime de remboursement, le différé d'amortissement, la périodicité ce sont des facteurs qui affectent la rentabilité effective du placement (TEG) pour l'investisseur et rendent le taux nominal peu significatif.

3. Le coût de capital ou coût moyen pondéré du capital

Le coût moyen pondéré du capital suppose calculer les coûts des diverses sources de financement. Il est la somme des coûts des différents financements, chacun étant pondéré par l'importance relative de la source de financement dans le capital total de la firme.

Il existe ainsi une différence fondamentale entre le coût des fonds propres et le coût de la dette. La rémunération versée aux créanciers financiers (les intérêts) est fiscalement déductible pour l'entreprise, alors que la rémunération versée aux actionnaires, sous la forme de dividendes, n'entraîne aucune économie d'impôts.

Le coût moyen pondéré du capital est ainsi la moyenne pondérée du coût des fonds propres et du coût de la dette, compte tenu de la part respective de ces deux sources de financement et de l'impôt sur les sociétés.

LE CMPC est calculé par la formule suivante⁶³ :

$$CMPC = k_{cp} \frac{v_{cp}}{v_{cp} + v_d} + k_d(1 - T) \frac{v_d}{v_{cp} + v_d}$$

Avec :

K_{cp} = Coût des fonds propres

V_{cp} = Fonds propres

V_d = Endettement net

K_d = Coût de la dette

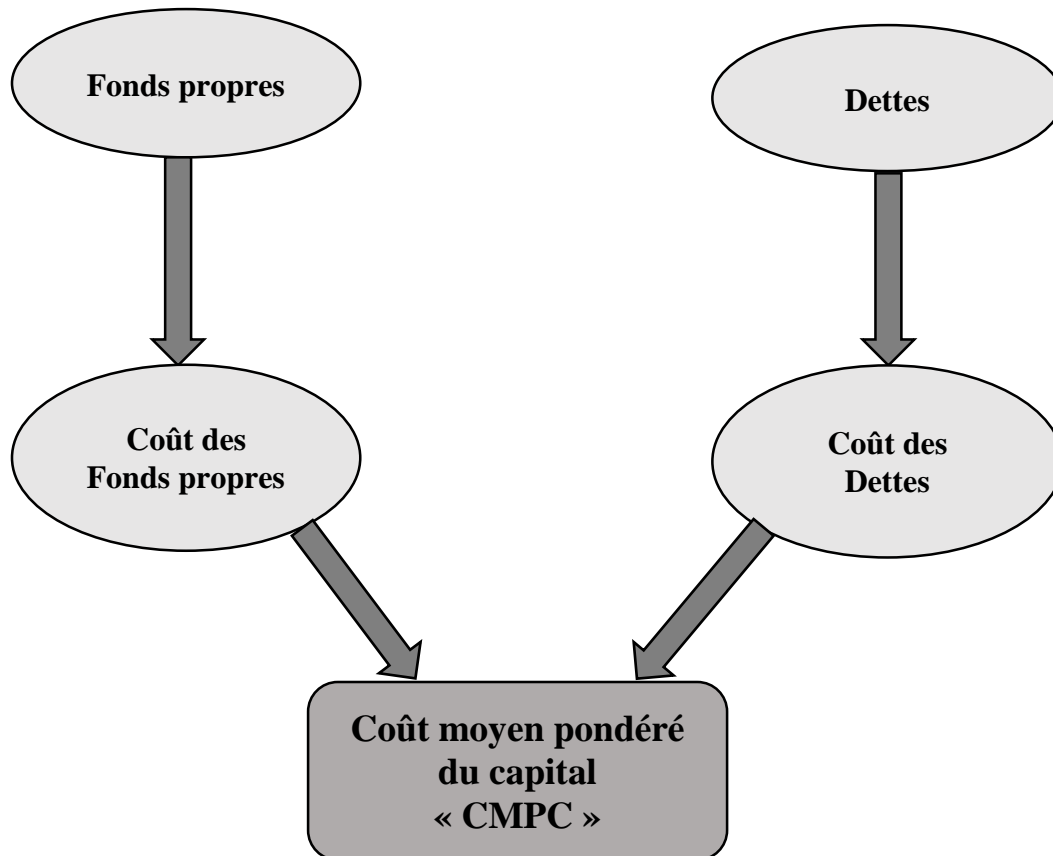
T = Taux d'imposition sur les bénéfices

La pertinence du CMPC dépend de la bonne estimation des coûts de chaque mode de financement. Par conséquent, des règles s'appliquent dans le choix du système de pondération. D'abord, les coefficients de pondération doivent être déterminés à partir des valeurs de marché et non des valeurs comptables des capitaux propres et de la dette.

⁶³Assous Nassima ; Op. Cité ; page 95.

L'évaluation du coût du capital nécessite une concentration et une compréhension des différentes variables qui peuvent influencer sa détermination. Cette dernière, revient à analyser le coût individuel de chaque ressource : coût des fonds propres et coût de la dette.

Schéma n°02 : Représentation du coût moyen pondéré du capital



Source : établie par nous-même.

La définition du coût du capital est une étape très importante et fondamentale en finance, c'est un élément qui sert au choix d'investissement ainsi qu'à l'évaluation de la création de valeur au sein de l'entreprise.

Il n'y a pas si longtemps, l'objectif des entreprises était de gonfler leur chiffre d'affaire, d'augmenter leur taille, leur part de marché voire leur bénéfices nets annuels. Mais dans les dernières décennies, une entreprise est jugée performante dès lors qu'en plus d'être rentable au sens comptable, elle maximise la richesse des actionnaires, ainsi crée de la valeur⁶⁴. L'étude et la mesure de cette création de valeur fera l'objet de la section suivante.

⁶⁴ Chareau G, Desbrieres Ph « gouvernance des entreprise, valeur partenariale contre-valeur actionnariale », finance contrôle stratégie volume 1, 1998, page 57.

Section 02 : L'impact de la structure financière et de coût du capital sur la création de valeur

La création de valeur revêt aujourd'hui, plus que jamais, une importance déterminante pour le développement de l'entreprise. De ce fait, toute entreprise désirant s'imposer sur un marché, de plus en plus concurrentiel et difficile à maîtriser, doit mettre en place des facteurs et des mécanismes susceptibles de créer de la valeur.

La structure financière ainsi que le coût des ressources sont autant de facteurs qui font partie intégrante des moyens susceptibles de maximiser la richesse. Toutes les dimensions de l'entreprise doivent être orientées vers cet objectif. Ce qui intéresse l'actionnaire est la capacité de l'entreprise à prendre des mesures qui rapportent plus que le coût, plus précisément le coût d'opportunité de ses apports⁶⁵.

Ainsi, la mesure de la performance est surtout positionnée sur le critère de création de valeur actionnariale est devenue un impératif de gestion de l'entreprise moderne. En outre, les méthodes relatives à l'évaluation de la valeur créée par l'entreprise ont évoluées à leur tour. D'approches fondées sur les résultats comptables passées, elles ont évoluées en approches qui prennent en considération la performance économique et financière, en utilisant des méthodes à contenu plus analytique.

On se propose dans cette section de montrer les facteurs qui contribuent à la création de valeur et les principaux indicateurs qui la mesurent.

1. L'apport de la structure financière et le coût des ressources à la valeur

La théorie financière a identifié plusieurs objectifs pour l'entreprise à savoir sa pérennité, l'accroissement du chiffre d'affaire, la minimisation des coûts, mais dans les dernières décennies, l'attention a été portée sur la maximisation de la richesse des actionnaires et par conséquent la création de valeur⁶⁶. Selon les analystes la structure financière est parmi les éléments sur lesquels il faut agir pour réaliser cet objectif.

En effet, le choix de la structure financière permet la création de valeur dans la mesure où il permet à l'entreprise une meilleure adaptation aux fluctuations de son environnement, et de répondre à toutes les nouvelles situations tant au niveau interne qu'externe.

⁶⁵ Guy Van Loyé : « Finance et théorie des organisations », Economica, 1998, Page 83.

⁶⁶ Chareau G, Desbrieres PH, Op. Citée, page 57.

Rechercher une augmentation de la création de richesse par la structure financière, implique la prise en compte de coût du capital ; variable sur laquelle l'entreprise a peu d'emprise. Plus le coût moyen pondéré des capitaux seront faible, plus la création de valeur de l'entreprise sera élevée⁶⁷.

1.1. Le coût du capital ; un élément essentiel pour la valeur

Le coût du capital est au centre de la démarche de création de valeur : il permet tout à la fois de calculer la valeur de l'entreprise, de déterminer si les investissements envisagés seront ou non créateurs de valeur et de savoir si l'entreprise a créé ou non la valeur dans le passé⁶⁸.

En effet l'appréciation de la création de valeur ne se fait qu'en se basant sur le coût du capital, car il représente la rentabilité minimum que doivent réaliser les entreprises en investissant les fonds mis à leur disposition. Ces fonds proviennent des actionnaires et des créanciers qui, certes, exigent un taux de rentabilité rémunérant leur participation. De ce fait, la création de valeur s'apprécie en comparant le taux de rentabilité exigé (coût du capital) au taux de rentabilité réalisé.

Les investissements entrepris sont d'autant plus intéressants et créateurs de valeur que leur rendement est supérieur au coût du capital. Ce dernier joue, donc, un rôle crucial dans l'évaluation et l'estimation de la création de valeur du fait qu'il reflète le coût des ressources ayant contribué au financement des investissements.

À mesure que le coût du capital augmente, l'entreprise est contrainte d'augmenter sa rentabilité pour créer de la valeur, car le coût des ressources ne représente que le rendement minimum que doit réaliser l'entreprise et le rendement que les actionnaires s'attendent à percevoir s'ils placent leur fonds dans un projet financier similaire⁶⁹.

Toutefois, une meilleure combinaison des ressources s'impose afin de bénéficier des avantages de chacun des modes de financements, à savoir les fonds propres et la dette.

⁶⁷ Gregory Denglos : « la création de valeur : modèles, mesure et diagnostique », Edition dunod, paris, 2003 page 143.

⁶⁸ Patrick Dumouchel : « la création de valeur », 2eme édition d'organisation, PARIS, 2000, page 53.

⁶⁹ Ben Ammar Ben Yedder : « Efficience, problèmes d'agence et création de valeur pour l'actionnaire au sein des banques », Thèse de doctorat, Université Paris Dauphine, Décembre 2007, Page 163.

1.1.1. Le coût des fonds propres et la valeur de l'entreprise

Le coût des fonds propres dépend du coût de l'endettement. Plus l'endettement est accru, plus le risque supporté par les actionnaires est élevé. Une politique d'endettement qui n'est pas avantageuse entraîne, une défaillance pour laquelle les coûts fixes absorberont le rendement de l'entreprise et des actionnaires ; dans ce cas, l'entreprise est destructrice de valeur.

En effet, les dettes génèrent des coûts fixes, leurs couvertures dépendent des résultats à réaliser. Si ces derniers seront inférieurs aux coûts des dettes, le poids des coûts fixes absorbera le résultat qui devrait revenir aux actionnaires. C'est la raison pour laquelle le coût des fonds propres intègre plusieurs variables reflétant toute une panoplie de facteurs, voire de risques auxquels est exposée l'entreprise⁷⁰.

Par ailleurs, les fonds propres bien qu'ils génèrent des coûts élevés, ils procurent un avantage implicite lié au renforcement de la capacité d'endettement, et ce en offrant à l'entreprise la possibilité de s'endetter davantage à un coût peu élevé (taux d'intérêt) puisqu'ils absorbent la totalité des risques.

1.1.2. La maîtrise de coût de la dette comme un moyen de création de richesse

Le recours à l'endettement ne se limite pas seulement aux comblements des besoins de financement, ressortant ainsi comme une variable d'ajustement des ressources aux besoins de financement. Il peut constituer un moyen de se procurer plusieurs avantages. Dans ce cas, la dette est utilisée parce qu'elle est plus opportune que les fonds propres. Elle procure à l'entreprise des avantages autres ceux liés au financement de sa croissance. Il peut s'agir des avantages fiscaux, disciplinaires, ...etc.⁷¹. Dans ce cas, la dette est considérée comme un moyen recherchant la maximisation de la richesse des entreprises.

Comme il a été expliqué ci-dessus, les dettes font augmenter les coûts fixes de l'entreprise, étant donné qu'elles sont rémunérées par des échéanciers fixes dont le taux d'intérêt est initialement et contractuellement fixé. Ces coûts fixes influencent, certes, la rentabilité des actionnaires. Ainsi, l'endettement fait peser un risque élevé sur la rentabilité des actionnaires dans la mesure où la rentabilité des actifs économiques, voire des projets financés s'avère insuffisante pour couvrir les coûts. Dans ce cas, le poids des coûts fixes influence

⁷⁰ Assous Nassima ; Op. Cité ; page 91.

⁷¹ Assous Nassima, op citée, page 100.

négalement la rentabilité revenant aux actionnaires, en réduisant leur profit résiduel (destructrice de valeur)⁷².

Toutefois, si les actifs financés sont efficacement exploités et leur rentabilité couvre largement les coûts fixes, la rentabilité financière n'est pas affectée et les actionnaires ne sont pas lésés. Dans ces conditions, la dette améliore et démultiplie la rentabilité des fonds propres étant donné que les intérêts sont fiscalement déductibles par l'entreprise (il y'a une création de valeur). Ainsi, il ressort que le coût de dette peut jouer dé/favorablement sur la création de valeur, et peut être utilisé comme un levier de rentabilité.

Toutes les ressources financières dont peut disposer l'entreprise ont un coût, il n'y a pas de ressources gratuites. C'est la raison pour laquelle l'entreprise doit établir une bonne structure financière lui assurant un choix de financement le plus opportun pour créer de la richesse.

1.2. La structure financière et la valeur

Le choix d'une structure financière est un choix fondamental, car il va directement déterminer la rentabilité et le risque pour l'actionnaire⁷³. L'étude de la structure financière se base sur la comparaison des différentes sources de financement à savoir les fonds propres et les dettes. En effet, l'entreprise choisie le mode de financement le plus adéquat à sa situation et le plus créateur de valeur, en se basant sur le principe d'arbitrage entre les coûts et les gains inhérents à la fois au financement par fonds propres et au financement par dettes. À ce moment-là, trois cas peuvent se produire⁷⁴ :

Le premier cas : lorsque la rentabilité des capitaux engagés (investis) est supérieure au coût de la dette (le taux d'intérêt), la rentabilité des fonds propres atteint son maximum et l'entreprise privilégie le financement par dettes.

Le deuxième cas : lorsque la rentabilité économique, voire des capitaux investis ne couvre pas le coût de la dette, la rentabilité des fonds propres sans endettement sera supérieure à celle avec endettement. Ceci implique que l'entreprise ne bénéficie pas d'une économie d'impôt en recourant à la dette et de ce fait, elle est amenée à privilégier le financement par fonds propres, lui évitant au moins de supporter des charges financières.

⁷² Jean-Florent Rérolle : « Finance d'entreprise et finance de marché, principes et applications », édition village mondial, Paris, 1998, Page 112.

⁷³ Vernimmen P., « Politique financière de l'entreprise », Encyclopédie de gestion sous-direction de Yves Simon-Patrick Joffre, Economica, 1997, Page 2343

⁷⁴ Assous Nassima ; Op. Cité ; page 89.

Le troisième cas : se produit lorsque l'égalité caractérise la rentabilité économique et le coût exigé par le marché (coût de la dette). Cela, implique une stabilité de la rentabilité des fonds propres, voire financière. Donc, il n'y a pas d'influence de l'endettement sur la rentabilité financière, mais en se référant au principe d'autonomie financière et de capacité d'endettement, il est préférable pour l'entreprise de privilégier le financement par fonds propres.

Dans ce cadre d'analyse, la structure financière doit se présenter sous deux optiques : celle de maximisation de la valeur des fonds propres (rentabilité financière), en jouant sur les mécanismes de l'effet de levier (impact positif de l'endettement sur la rentabilité grâce aux économies fiscales). Et celle de maximisation de la valeur globale de la firme (rentabilité économique), en se basant sur la minimisation du coût moyen pondéré du capital, et sur la minimisation du risque financier en respectant la capacité limite d'endettement⁷⁵.

1.2.1. Rentabilité économique

La rentabilité économique est une mesure de la performance économique de l'entreprise dans l'utilisation de l'ensemble de son capital employé, c'est-à-dire de l'ensemble de son actif financé par les "capitaux stables".

Son ratio est exprimé par le rapport suivant :⁷⁶

$$\text{rentabilité économique} = \frac{\text{résultat d'exploitation}}{\text{actif économique net}}$$

Avec :

Le résultat d'exploitation : est le revenu généré, avant paiement des éventuels intérêts sur la dette.

Actif économique net : est égal à la somme des fonds propres (*KP*), apportés par les apporteurs de capitaux, plus les capitaux acquis grâce à l'endettement (dette financière *DF*).

$$\text{Actif éco net} = KP + DF.$$

Le ratio rentabilité économique correspond à ce que la comptabilité anglo-saxonne appelle «Return on assets» ou encore « ROA ». Il représente l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise les capitaux mis à sa disposition et n'est pas affectée par la structure financière de l'entreprise.

⁷⁵ Charreaux Gérard, OP. Citée, Page 61.

⁷⁶ Charles-Henri, Jean-Yves Saulquin : «Finance appliquée : Analyse financière», EDUCAPOLE gestion 1996, page157.

1.2.2. Rentabilité financière

La rentabilité financière mesure le rapport entre le revenu courant après paiement des intérêts et des impôts (résultat net) et les capitaux propres. Cette rentabilité est essentielle pour les apporteurs de capitaux puisqu'elle mesure la performance des ressources qu'ils ont investies dans l'entreprise.

Opérationnellement le ratio de rentabilité financière est égal à ⁷⁷ :

$$\text{rentabilité financière} = \frac{\text{résultat net}}{\text{capitaux propres}}$$

Ce ratio appelé également return on equity (ROE), il permet de mesurer les profits dégagés par la société avec l'argent investi par les actionnaires, il permet de comparer la rentabilité d'une société par rapport aux autres entreprises intervenant dans le même secteur d'activité⁷⁸.

Par opposition à la rentabilité économique, qui intéresse plus les investisseurs financiers tels que les banques, la rentabilité financière intéresse plus les associés.

La différence entre les deux rentabilités va dépendre de la différence entre le taux d'intérêt et la rentabilité économique, à proportion du poids de l'endettement. Pour un niveau de taux d'intérêt donné, la rentabilité financière sera d'autant plus éloignée (plus élevée ou plus faible) de la rentabilité économique que l'endettement sera fort : cet effet s'appelle l'effet de levier.

1.2.3. Effet de levier

L'effet de levier de l'endettement est le phénomène qui, en raison du recours à l'endettement, amplifie la rentabilité des fonds propres en sens positif ou négatif. Ainsi, du moment où la rentabilité économique de l'actif de la firme excède le coût de la dette, ceci profite aux actionnaires. À l'inverse, un écart négatif entre la rentabilité économique et le coût de la dette présente un désavantage aux actionnaires⁷⁹.

L'effet de levier se détermine à partir de la formule suivante :

$$R_{fi} = R_{eco}(R_{eco} - i) * \frac{DF}{FP}$$

⁷⁷ Charles-Henrid, Jean-Yves Saulquin ; Op. Citée, page 158.

⁷⁸ Philippe Bouvard «L'entreprise et la bourse : Ratios de rentabilité» publié sur [easybourse espace pédagogique](http://easybourse.espacepedagogique.com).

⁷⁹ Salah Eddine Kartobi, Op. Citée, page 21.

Avec :

R_{fi} : Rentabilité financière ;

R_{eco} : rentabilité économique ;

i : Taux d'intérêt réel ;

DF : Dette de l'entreprise ;

FP : Capitaux propres de l'entreprise ;

DF / FP : Levier financier ;

$R_{eco} - i$: Levier d'exploitation.

Partant de cette formule, trois situations peuvent se présenter :

➤ (**$R_{eco} < i$**) : le taux de rentabilité économique est inférieure au taux d'intérêt, l'entreprise n'a pas intérêt à s'endetter d'avantage. La rentabilité financière est d'autant plus faible que l'entreprise est endettée. (l'effet de massue)

➤ (**$R_{eco} > i$**) : la rentabilité économique est supérieure au taux d'intérêt, dans ce cas l'entreprise crée de la richesse à ses actionnaires en utilisant l'argent des créanciers.

L'effet de levier présente alors, un avantage croissant aux actionnaires qui verront la rentabilité financière de leurs fonds croître avec le niveau d'endettement de la firme.

➤ (**$R_{eco} = i$**) : la rentabilité économique est égale au taux d'intérêt. Dans ce cas le niveau d'endettement n'a pas d'influence sur la rentabilité financière et, de ce fait, son effet est neutre sur la structure financière de la firme.

Comme nous l'avons constaté, les ratios des rentabilités économique et financière sont utilisés pour étudier la performance des entreprises, et de mesurer la création de valeur, mais leur pertinence pour évaluer cette dernière est remise en cause à travers des indicateurs qui ont eu leur succès dans la communication financière des entreprises à partir des années 90.

2. Les indicateurs de mesures de création de valeur

La multiplicité des définitions de la création de valeur a donné lieu à une multiplicité des indicateurs pour évaluer la valeur de l'entreprise ou plus exactement la performance de celle-ci.

La performance a plusieurs approches : stratégiques, organisationnelles, sociales, technico-économiques, marketing, économique et financière⁸⁰. Ce sont ces deux dernières approches qui nous intéressent pour répondre à l'objectif de notre recherche.

La pluralité de ces indicateurs apporte une diversité des angles de mesure. Pour être exhaustif, nous intégrerons toutes les variables et les dimensions du système de création de

⁸⁰ Benabid Fadoua : « création de valeur et évaluation de la performance financière », mémoire de master, Université Mohammed Premier Ouadjda, 2012, page 30.

valeur. Cependant une distinction importante doit être opérée entre les indicateurs mesurant une performance boursière et ceux mesurant à l'inverse un objectif de performance économique intrinsèque.

Il convient de préciser que nous n'avons pas la prétention dans ce mémoire de relever tous les indicateurs de mesure de création de valeur. Notre préoccupation est d'étudier les indicateurs les plus utilisés par la communauté financière pour mesurer la création de valeur, et parmi ceux-ci : l'EVA (Economic Value Added) et la MVA (Market Value Added). Qui font respectivement l'objet d'une présentation dans ce qui suit.

2.1 L'EVA comme indicateur économique de la création de valeur

L'EVA est un concept issu de la théorie économique car il est très proche de la vieille notion de « profit économique », développée notamment par Alfred Marshall en 1890 qui définissait celle-ci comme le bénéfice qui reste disponible pour les actionnaires après déduction de la rémunération du capital employé⁸¹.

L'Economic Value Added (EVA) est développé par le cabinet de consultants Stern Stewart & Co, elle s'est imposée depuis quelques années comme la méthode la plus riche analytiquement et la plus représentative de la valeur. Elle remet en cause la capacité du système d'information comptable standard à rendre compte des gains réels des actionnaires de l'entreprise⁸².

L'EVA est ainsi définie comme un profit économique généralisé, différent du résultat net comptable. Elle correspond plus exactement au surplus après rémunération des apporteurs de fonds aussi bien les actionnaires que les autres créanciers apporteurs de dettes de financement. Par définition, l'EVA est obtenue par la différence entre le taux de rendement des capitaux engagés et le coût du capital, multipliée par les capitaux engagés. Elle peut s'écrire comme suit ⁸³:

$$\mathbf{EVA = (ROIC - CMPC) \times CI}$$

Avec les notations suivantes :

ROIC : Taux de rentabilité des capitaux investis ou return on invested capital ;

CMPC : Coût moyen pondéré du capital ;

CI : Capitaux investis.

⁸¹ Albouy Michel, Op. Citée, page397.

⁸² Lordon F : « la création de valeur comme rhétorique et comme pratique », Revue CEPREMAP, Paris, 2000, page 117.

⁸³ Grégory Denglos : « Création de valeur, Risque de marché et gouvernance des entreprises », Revue des sciences de gestion, n° 213, mars 2005, pages 43-60.

L'EVA a pour objectif de mesurer le profit économique généré par une unité productive sur une période donnée à partir des actifs en place⁸⁴. Lorsque l'EVA est positive, le résultat d'exploitation de l'entreprise est supérieur au coût des fonds mis à sa disposition. L'entreprise est alors créatrice de richesse pour ses bailleurs de fonds. Cela signifie, du seul point de vue de l'actionnaire, que l'entreprise réalise des performances supérieures aux attentes du marché. En revanche, lorsque l'EVA est négative, l'entreprise détruit de la valeur, ce qui veut dire que les performances réalisées sont inférieures aux attentes du marché.

L'entreprise peut éviter de tomber dans des situations de perte ou de destruction de valeur en agissant sur les variables composant l'indicateur de l'EVA. Ceci nous amène à s'interroger sur les composantes de l'EVA.

2.1.1 Précisions relatives aux composantes de l'EVA

On commence par les capitaux investis, puis à la décomposition du taux de rentabilité des capitaux investis, et enfin du coût moyen pondéré du capital.

2.1.1.1 Les capitaux investis

Il s'agit de la somme des fonds propres et des dettes financières nettes. Cette variable constitue un levier décisionnel en termes de création de valeur par l'EVA. Leur équivalent au niveau de l'actif est le montant de l'actif immobilisé net plus les variations du besoin en fonds de roulement⁸⁵.

L'entreprise peut agir sur ces deux dernières variables à savoir les actifs immobilisés et le besoin en fonds de roulement. Elle peut minimiser ce dernier en agissant sur la rotation des stocks, les délais de règlement des clients et des fournisseurs. Quant aux actifs immobilisés, l'entreprise doit procéder à chaque fois à l'évaluation de la rentabilité de ces actifs, lui permettant d'opter pour des investissements stratégiques et de recourir à la location pour les investissements qui ne le sont pas d'une part, et de l'autre, d'abandonner toute activité jugée non essentielle.

2.1.1.2 La rentabilité des capitaux investis

Conformément à la définition des capitaux investis dans l'EVA, la rentabilité ne peut se limiter à la seule rentabilité des capitaux propres. En effet, les ressources à l'origine du bénéfice

⁸⁴ Roland Portait, Patricia Charlety, Denis Dubois, Philippe Noubel : « Les décisions financières de l'entreprise », édition Puf, Paris, 2004, Page 448.

⁸⁵ Jean- pierre Bréchet, Pierre Mévellec : « Marchés financiers et gouvernement de l'entreprise », Ouest Edition, Paris 1998, Page 2.

que réalise l'entreprise, les capitaux propres ne sont pas les seules, les dettes de financement à long terme le sont également. De plus, puisque dans l'optique de l'EVA, il s'agit de calculer la valeur qui est créée à la destination des prêteurs, créanciers et actionnaires, en déduisant le coût du capital du résultat économique.

Afin d'aboutir à des résultats correspondant à la réalité économique et reflétant la situation réelle de l'entreprise, Il faut se placer au niveau de l'exploitation pour ne pas déduire doublement le coût des dettes de financement et afin de tenir compte de l'impôt puisque qu'il constitue une partie du résultat qui revient à l'Etat et non pas à l'entreprise. Car en plaçant au niveau de résultat net de l'exercice, les appréciations et les résultats peuvent induire en erreur le jugement des bailleurs de fonds.

La rentabilité des capitaux investis prise en compte dans le calcul de l'EVA est donc une rentabilité liée à l'exploitation, une rentabilité dite opérationnelle et elle se calcule comme suit ⁸⁶:

$$ROIC = \frac{RE}{CI}$$

$$ROIC = \frac{RE}{FP+D}$$

Avec les notations suivantes :

RE : Résultat d'exploitation

CI : Capitaux investis

FP : Fonds propres

D : Dette

Le résultat d'exploitation net d'impôt (NOPAT) est rapporté aux capitaux propres et aux dettes de financement. Ainsi calculée, la rentabilité des capitaux investis n'est donc pas affectée par la structure financière de l'entreprise.

2.1.1.3 Le coût des investissements

Le coût du capital pris en considération dans le calcul de l'EVA est un coût moyen pondéré comme nous l'avons noté plus haut. Ce CMPC exprime le rendement attendu par les actionnaires ainsi que les créanciers.

Le coût moyen pondéré du capital représente un levier décisionnel de la création de valeur mesurée par l'EVA. L'approche par l'EVA exige de l'entreprise de veiller à ce qu'elle réalise

⁸⁶Grégory Denglos, Op. Citée, Page 9.

un retour sur investissement susceptible de rémunérer le coût du capital. Elle met en relief que la valeur est créée par un excès de rentabilité par rapport au coût moyen pondéré du capital⁸⁷. Ce qui lui permettra donc d'agir soit en augmentant le taux de rentabilité sur capitaux investis, soit en réduisant le coût du capital. La réduction de ce dernier dépend d'une part, d'une meilleure gestion des risques financiers et de l'autre, du choix de la structure financière.

2.1.2. Avantage de la méthode EVA

Plus de sa rigueur théorique et son niveau d'élaboration analytique, le succès de la méthode EVA tient à plusieurs raisons. Elle apporte pour les actionnaires et les dirigeants d'entreprises, une lecture chiffrée de la création de valeur et constitue, à ce titre, un important outil managérial pour valider les projets d'investissement en tenant compte des ressources mobilisées.

Le calcul de l'EVA passe au préalable par des retraitements nécessaires, ce qui permet de surmonter les limites des données comptables qui ne traduisent qu'imparfaitement la réalité. Ainsi, relativement aux amortissements des immobilisations corporelles et incorporelles par exemple, le rendement d'un actif doit être apprécié sur la base du montant total des capitaux engagés pour son acquisition et non pas sur la base d'une valeur nette comptable.

L'EVA ne se limite pas le coût des capitaux investis au coût de la dette, mais qu'elle intègre également le coût des fonds propres ignoré depuis longtemps dans la détermination de la performance d'entreprise.

Le calcul de l'EVA consiste à éliminer l'incidence des écritures exceptionnelles ou financières sur le résultat ; écritures relatives, par exemple, aux provisions pour restructuration ou à la revente de valeurs mobilières de placement. En étant calculée à partir du résultat d'exploitation, l'EVA donne ainsi une saine image de la création de valeur⁸⁸.

Bien que l'EVA se soit imposée en tant qu'indicateur le plus utilisé pour rendre compte de la valeur créée par l'entreprise, sa méthode de calcul n'est pas exempt de faiblesse et donc contestable.

⁸⁷Grégory Denglos, Op. Citée, Page 46.

⁸⁸Grégory Denglos : « Le modèle de création de valeur », Revue des sciences de gestion, n° 213, page 56.

2.1.3 Les limites de la méthode EVA

Plusieurs limites sont reprochées à sa méthode de calcul, et tiennent essentiellement aux difficultés de la mesure et au risque de court-termisme⁸⁹.

2.1.3.1 Difficultés de la mesure

Il est nécessaire pour arriver à une mesure de type EVA de connaître le coût moyen pondéré du capital de la firme. Bien qu'une telle mesure ait fait l'objet de progrès notables, grâce aux travaux issus de la recherche financière, elle n'en demeure pas moins imprécise et sujette à révision en fonction de l'évolution des marchés.

L'imprécision vient fondamentalement de la difficulté à évaluer le coût d'opportunité des fonds propres. De nombreux travaux de recherche en finance ont mis en évidence non seulement le manque de stabilité du principal facteur de prix du risque (le coefficient beta), mais également son incapacité à expliquer une partie significative de la formation du prix du risque des actions.

L'EVA peut varier considérablement pour un même résultat net opérationnel selon une modification conjointe du capital investi et du coût moyen pondéré du capital.

2.1.3.2 Le risque de court-termisme⁹⁰

La difficulté essentielle, pour un investisseur en actions, réside dans la recherche des informations qui lui permettent de formuler ses anticipations à long et moyen termes. Or, dans cette perspective, il est difficile de considérer l'EVA comme l'indicateur qui convient le mieux. En effet, L'EVA est par définition un indicateur annuel de performance. De ce fait, on ne peut dire que cet indicateur est suprême.

Par ailleurs, comme tout indicateur, il est manipulable. Il est en effet possible qu'un EVA faible à court terme soit le résultat d'une politique d'investissement à long terme et à valeur actuelle nette pourtant positive, et qu'un EVA élevé ne traduise qu'une politique de sous-investissement, notamment en recherche et développement ou en formation. Le risque de « court-termisme » de la part des dirigeants n'est donc pas écarté avec un tel indicateur.

⁸⁹Albouy M. : « Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », Revue française de gestion, Paris 1996, Page 153.

⁹⁰ Benabid Fadoua, op citée, page 64.

Si l'EVA est une méthode de mesure interne de la création de la valeur, un autre indicateur de la valeur créée s'impose pour les entreprises cotées en bourse, il s'agit de la MVA qui est une méthode externe de la performance d'entreprise, susceptible de déterminer l'utilisation que l'entreprise a faite de ses capitaux, et ce sur la base de critères des marchés.

2.2 La MVA comme indicateur externe de mesure de la création de valeur

La MVA (valeur de marché ajoutée) comme l'EVA est également propriété intellectuelle du cabinet-conseil Stern & Stewart. La MVA est un indice qui renseigne sur la valorisation, par le marché boursier, des ressources apportées par les actionnaires et les créanciers par rapport à leur valeur du bilan.

L'indice de Market Value Added (MVA) est une mesure de performance externe ou de valeur boursière, qui s'est imposé comme standard de la qualité de management. La MVA mesure la différence entre la valeur de marché de l'entreprise (soit la capitalisation boursière) et la valeur comptable des capitaux investis⁹¹. Autrement dit, elle se mesure en comparant la valeur boursière des capitaux investis à leur valeur comptable. Par définition, elle se calcule comme suit :

$$MVA = VM - VCI$$

Avec :

VM : valeur de marché des capitaux investis.

VCI : valeur comptable des capitaux investis.

Si la valeur boursière des capitaux investis est supérieure à leur valeur comptable, l'entreprise crée de la valeur pour l'actionnaire et le marché est optimiste quant à la création de valeur. Il anticipe que l'entreprise par son activité produira une rente supérieure au coût des capitaux investis⁹².

Si, au contraire, la valeur boursière de ces capitaux est inférieure à leur valeur comptable, le marché est pessimiste, traduisant un manque de confiance dans le management de l'entreprise qui n'assurera pas une rentabilité suffisante pour rémunérer le coût des capitaux investis.

⁹¹Jack Forget : « Stratégie financière », Ellipses éditions, Paris, 2007, Page 81.

⁹² Jean Gervais Missie : « Contribution à la mesure de la performance financière de l'entreprise et à son lien avec la création de valeur boursière », thèse de Doctorat (Tome 1), Université Paris (X) Nanterre, Juin 2008, Page 110.

2.2.1 Précisions relatives aux composantes de MVA

L'amélioration de la MVA diffère selon la formule utilisée pour la calculer. En tenant compte de la formule qui est égale à la somme actualisée des EVA au coût du capital (voir **2.3 La relation EVA-MVA**), l'entreprise doit agir sur les éléments constitutifs de cette formule à savoir : l'EVA et le coût du capital, dont leurs variables respectives sont étudiées plus haut.

Quant à la formule de MVA, qui est égale à la différence entre la capitalisation boursière et les capitaux investis, peut être améliorée en agissant sur l'une de ces deux composantes.

2.2.1.1 La capitalisation boursière

La capitalisation boursière correspond à la valeur marchande d'une société cotée c'est à dire la valeur de l'ensemble des actions d'une entreprise en circulation sur le marché. Il est important de distinguer la valeur théorique des capitaux propres indiqués au passif du bilan, et celle du marché. Cette valeur représente la valeur réelle des capitaux propres d'une entreprise. C'est le prix auquel la société pourrait en théorie être rachetée si un investisseur voulait s'emparer de la totalité des actions.

Étant donné que la capitalisation boursière représente la valeur du marché des actions en multipliant le nombre d'action par le cours boursier, l'entreprise n'a qu'à agir sur ce cours. Sachant qu'il dépend de deux principales variables à savoir les fondamentaux et les multiples représentant les anticipations des actionnaires, l'entreprise doit placer ces deux variables au cœur et au centre de l'analyse du cours boursier. Les stratégies liées aux fondamentaux et aux multiples, variables principales du prix boursier, améliorent considérablement la valorisation de l'action par le marché.

2.2.1.2 Capitaux investis

Les capitaux investis sont le plus souvent définis à partir de la somme des fonds propres et des dettes financières nettes⁹³. Ils représentent les capitaux employés par l'entreprise et provenant des actionnaires et des créanciers.

L'une des conditions de la création de la valeur boursière est le contrôle des capitaux investis, notamment par la cession des actifs non essentiels et l'abandon de toute activité non rentable d'une part, et d'autre part opté pour les investissements stratégiques.

⁹³Grégory Denglos, Op, Citée, Page 153.

Le succès des deux méthodes (EVA et MVA) au point de s'imposer comme indicateurs standards de mesure de création de valeur réside dans leur application d'une manière synthétique à l'ensemble d'une entreprise ou des divisions d'entreprises, alors que les autres indicateurs tels que les indicateurs comptable, la VAN ...ect ; ne s'appliquent que pour des finalités spécifique.

2.3 La relation EVA-MVA

La MVA représente la valeur actualisée de la valeur future de l'EVA, cette valeur de marché est la somme des flux de création de valeur annuelle actualisée, il s'agit de la capitalisation boursière nette des capitaux investis qui est la richesse accumulée envers les actionnaires, depuis l'introduction en bourse. La MVA n'augmente que si le rendement opérationnel des capitaux investis est supérieur au coût du capital.⁹⁴

Figure n°01 : Relation EVA & MVA



Source: Stern, Stewart in <http://www.sternstewart.com/?content=proprietary&p=mva>

En effet, lorsque l'entreprise poursuit des pistes de croissance et d'investissement à EVA positive, l'effet immédiat se traduit par une réaction positive du marché, exprimant les attentes et l'optimisme des actionnaires, et entraînant de ce fait une augmentation du cours de l'action et par conséquent de MVA. Une MVA positive exprime l'optimisme du marché et des actionnaires quant à la capacité de l'entreprise à assurer une gestion ou un management par la valeur, en privilégiant des stratégies et des investissements à EVA positive où l'entreprise réalise des rendements supérieurs aux coûts des capitaux investis. La MVA peut être obtenue en actualisant la chronique des EVA espérées dans le futur au coût du capital.⁹⁵

⁹⁴ Dominique Jean Jacquet : «Rentabilité et valeur : EVA & MVA», revue analyse financière, septembre 1997, page12.

⁹⁵ Portait R., Charlety P., Dubois D. et Noubel, op citée, Page 449.

En tenant compte de cette définition, la formule de MVA devient :

$$\text{MVA} = \text{valeur présente des EVA futures} = \sum \text{EVA futures actualisées}$$

Cette nouvelle formule explique la relation entre la performance externe et la performance interne ou bien la liaison entre les indicateurs des deux performances. Toute augmentation de l'EVA entraîne celle de MVA. Toutefois, une entreprise peut avoir une MVA positive avec une EVA négative et si cette situation perdure, la MVA diminuera progressivement. La variation de l'EVA influence la valeur de MVA. Selon les formules étudiées, l'amélioration de la MVA nécessite d'agir sur les éléments constitutifs de cet indicateur.

Conclusion

L'objectif poursuivi dans ce chapitre consiste à estimer les coûts de capital, et analyser son impact sur la création de valeur. En effet le financement par fonds propres, ou par dettes n'est sans incidence sur la création de valeur, de ce fait les études préalables à toute décision de financement constituent le facteur clé de succès de toute entreprise procédant à ces études, car elles leur permettent de distinguer les modes de financement créateur de valeur de ceux qui ne le sont pas ; et ce en comparant les coûts et les gains relatifs à chaque mode de financement.

Dans ce cadre d'analyse, l'estimation des coûts de fonds propres et dettes avant de s'engager dans le financement des investissements est devenu une obligation pour les entreprises et un élément incontournable pour réussir la création de valeur. On a procédé dans la première section, à l'estimation de coût des fonds propres d'une part, et cela en utilisant plusieurs méthodes essentiellement le MEDAF. Et d'autre part, au calcul de coût des dettes utilisées par l'entreprise pour financer ses projets d'investissements.

Dans la deuxième section de ce chapitre, on a essayé d'apporter un éclairage sur l'impact des modes de financement sur la création de valeur en étudiant l'apport de la politique d'arbitrage à la création de richesse pour les entreprises. Et à étudier d'une façon approfondie les principaux indicateurs de mesure de la création de valeur, notamment l'EVA et la MVA pour les entreprises cotées en bourse.

Pour répondre à l'objectif de notre recherche, il convient d'étudier un cas réel. En explorant le cas de l'entreprise SAIDAL qui est cotée à la bourse d'Alger, estimer le coût de son capital, analyser sa structure financière et enfin mesurer sa création de valeur fera l'objet du dernier chapitre.

Chapitre 03 :
Cas de « SAIDAL » comme
illustration des
développements théoriques

Introduction

Dans la mesure où l'objectif central de notre recherche est d'étudier l'impact de coût de capital sur la structure financière, nous allons essayer de faire une projection de l'étude théorique sur l'entreprise SAIDAL, que nous avons choisi selon ses caractéristiques qui répondent aux exigences de notre recherche en termes d'information, pour nous permettre de vérifier facilement et de manière non ambiguë les hypothèses de notre recherche.

Pour répondre à l'objectif de notre mémoire, ce chapitre sera scindé en trois sections :

- ✓ La première, porte sur la présentation de l'entreprise SAIDAL, en dressant un petit historique, analyser les importants événements qui l'ont marqué, étudier l'origine et les objectifs de sa cotation à la bourse d'Alger ;
- ✓ La deuxième, étudie l'incidence de coût de capital sur la structure financière et la création de valeur ; et
- ✓ La troisième, porte sur la discussion et l'analyse approfondie des résultats obtenus.

Section 01 : Présentation de l'organisme d'accueil (Le groupe industriel SAIDAL)

SAIDAL est une société par actions, au capital de 2 500 000 000 dinars algériens. 80% de son capital est détenus par l'État et les 20% restants ont été cédés en 1999 Par le biais de la bourse à des investisseurs institutionnels et à des personnes physiques. Organisé en groupe industriel, SAIDAL a pour mission de développer, de produire et de Commercialiser des produits pharmaceutiques à usage humain. Elle est considéré comme le leader de l'industrie pharmaceutique en Algérie et un important pôle industriel en méditerranée.

Comme toutes les entreprises industrielles importantes qui existent, SAIDAL a connu plusieurs restructurations durant son existence, ces transformations multiples (organique, industrielle, juridiques et financières) ont été décidées par les pouvoirs publics, et ont donné une place importante pour le groupe SAIDAL dans le domaine pharmaceutique.

1. Les sites de production⁹⁶

SAIDAL compte 08 usines de production et d'une capacité totale de 200 millions d'unités de ventes :

⁹⁶ Document interne disponible sur le site de SAIDAL.

1.1 Site de production de Dar El Beida

L'unité de Dar El Beida existe depuis 1958, l'activité de cette unité était limitée en la fabrication de quelques médicaments et produits cosmétiques, mais actuellement elle produit une gamme de médicaments très large dans plusieurs formes galéniques :

Comprimés, Gélules, Sirops (solutés buvables), Forme pâteuses (pommades, gel, crème), Suspension buvable, Sels, et Solution dermique.

L'unité de Dar el Beida est caractérisée par une capacité de production très importante (43 millions unités de vente par an). Aussi l'usine est dotée d'un laboratoire de contrôle de la qualité chargé de l'analyse Physico-chimique et microbiologique et d'une surface de stockage.

1.2 Site de production de Médéa

Spécialisé dans la production d'antibiotiques pénicilliniques et non pénicilliniques. Le Complexe Antibiotiques, dont la production a démarré en 1988, produit les formes galéniques suivantes : injectables, gélules, pommades, sirops et comprimés.

Le site est caractérisé par une capacité de production importante dans la fabrication de matières premières en vrac et des spécialités pharmaceutiques et des laboratoires d'analyse permettant le contrôle complet de la qualité.

1.3 Site de production de Constantine

Cette usine a été auparavant transférée à Pharmed suite à la dissolution de l'ENCOPHRAM en date du 31 Décembre 1997 et est spécialisée dans la fabrication des formes liquides. L'usine de Constantine se compose de deux ateliers de sirops.

1.4 Site de production du Gué de Constantine

Il se compose de deux parties distinctes :

- La première partie pour la fabrication des formes galéniques : suppositoires, ampoules buvables et comprimés.
- Une autre partie dotée d'une technologie très récente est spécialisée dans la production des solutés massifs, poches et flacons. Avec une capacité de production de plus de 18 millions d'unités de vente.

Cette usine est dotée d'un laboratoire de contrôle de la qualité chargé de l'analyse physicochimique, microbiologique et toxicologie et de la gestion technique et documentaire.

1.5 Site de production d'El-Harrach

L'usine El-Harrach dispose de quatre ateliers, un atelier sirops, un atelier solutions, un atelier comprimés et dragées et un atelier pommades avec une capacité de production de 20 millions d'unités de vente.

1.6 Site de production de Cherchell

Se compose d'un atelier de production. Unique producteur algérien du concentré d'hémodialyse, il est doté d'un laboratoire contrôle de la qualité chargée du contrôle physico - technique, microbiologique et pharmaco-toxicologique.

1.7 Site de production de Batna

Le site de Batna est spécialisé dans la production des suppositoires.

1.8 Site de production d'Annaba

Cette usine est spécialisée dans la fabrication des formes sèches (comprimés et gélules).

2. Les filiales

2.1 Filiale BIOTIC

L'une des trois filiales issues de la restructuration de l'entreprise SAIDAL. Sa longue expérience et son savoir-faire éprouvé dans la production pharmaceutique ainsi que ses équipements modernes lui permettant d'offrir un large éventail de médicaments produits par les usines d'el Harrach, de Cherchell et l'usine gué de Constantine.

2.2 Filiale PHARMAL

Comme la filiale BIOTIC, elle est issue de la restructuration de l'entreprise SAIDAL en groupe industriel le 20 février 1988. Elle se compose de trois usines de production : Usine de Dar el Beida, Usine de Constantine, Usine d'Annaba.

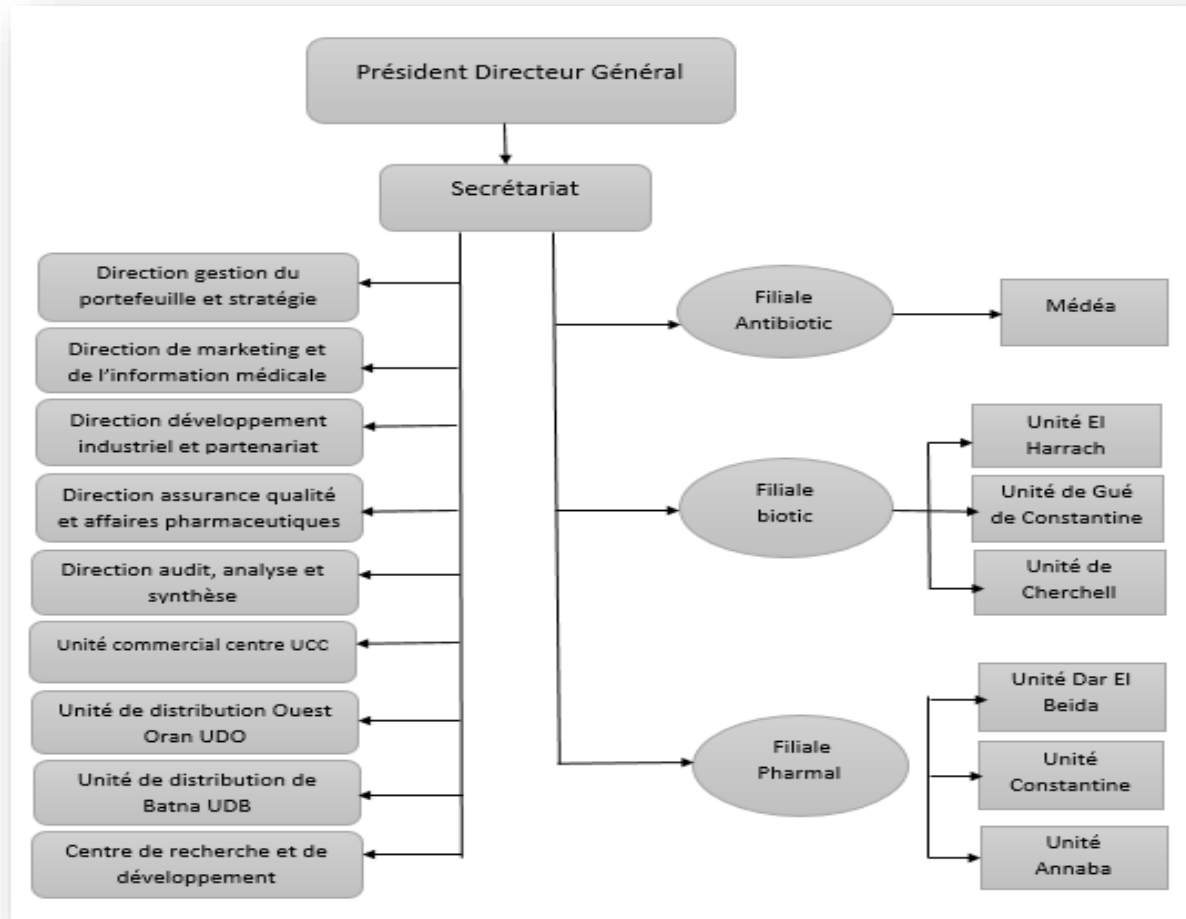
2.3 Filiale ANTIBIOTIQUE (Médéa)

Cette filiale située à Médéa (80 km d'Alger) est spécialisée dans la production des antibiotiques pénicillinique et non pénicillinique. Elle est dotée des installations nécessaires à la fabrication des médicaments depuis l'obtention du principe actif jusqu'à sa mise en forme galénique. Elle dispose de deux unités de semi synthèse pour les produits oraux et stériles injectables d'une entité des spécialités pharmaceutiques de deux bâtiments l'un consacré aux produits pénicilliniques et l'autre non pénicillinique d'une capacité de 60 millions d'unité.

3. L'organisation du Groupe SAIDAL

Le Groupe SAIDAL a procédé en janvier 2014 à la fusion, par voie d'absorption, des filiales ANTIBIOTICAL, PHARMAL et BIOTIC. Cette décision approuvée par ses organes sociaux a donné lieu à une nouvelle organisation comme le montre l'organigramme suivant :

Figure n°02 : Organigramme du groupe SAIDAL.



Source : document interne disponible sur le site SAIDAL.

4. L'introduction de SAIDAL à la bourse d'Alger

Dans le but de son introduction à la cote de la Bourse, le Groupe SAIDAL a procédé à l'ouverture de son capital social au public à raison de 20 %, soit 2.000.000 d'actions par la procédure d'Offre Publique de Vente à Prix Fixe (OPV à Prix Fixe).

4.1 Origine de l'opération

L'assemblée générale extraordinaire du 22 juin 1998 a adopté la résolution N°04, sur proposition du conseil d'administration autorisant SAIDAL à introduire en bourse une partie de son capital.

Cette décision a été prise conformément à la décision du Conseil National des Participations de l'État lors de sa réunion du 18 juin 1998 dans le cadre de processus de privatisation, et de l'ordonnance N°95/22 du 26 août 1995 relative à la privatisation des entreprises publique éligible au programme adopté par le gouvernement, notamment ses article 25 et 26.

4.2 Les objectifs de l'introduction de SAIDAL en bourse

- Privatisation partielle de la société et cession de sa gestion publique ;
- Permettre au groupe d'avoir une renommée nationale et internationale ;
- Réaliser des contrats de partenariats avec des les grandes firmes économiques étrangères ;
- Faciliter le financement dans les conditions adéquates dans le long terme ;
- Augmenter son effort commercial et marketing.

4.3 Évaluation de l'entreprise

L'évaluation économique, financière et industrielle du groupe SAIDAL a été réalisée par un bureau d'étude international PGA filiale France de Arthur Anderson. Ce cabinet d'étude a retenu pour la détermination de la valeur de l'action SAIDAL la méthode des cash-flows actualisés. Le taux d'actualisation appliqué aux cash-flows a été estimé à 18,74 %. Le prix économique est calculé comme suit :

Tableau n° 1 : Évaluation de l'action de SAIDAL

Cash-flows actualisés	9184,4 MDA
Dettes financières	325,8 MDA
Cash-flow des sociétés mixte	245,4 MDA
Valeur économique	8 613,2 MDA
Nombre d'action	10 000 000
Valeur de l'action	861,2 DA

Source : document interne de l'entreprise SAIDAL.

5. Principaux événements ayant marqué l'évolution du groupe SAIDAL

Tableau n° 02 : Présentation des Principaux événements ayant marqué l'évolution du groupe SAIDAL pendant la période de 1963-2014

1963	Pharmacie Centrale d'Algérie (PCA) issue des magasins généraux,
1969	Nationalisation des dépôts et création de la Pharmacie Centrale Algérienne, Ordonnance N°69-14 du 25 Mars 1969 portant institution du monopole d'importation des produits pharmaceutiques.
1977	Décret N°77-6 du 23 Janvier 1977 (JORA N°09 du 30 Janvier 1977) portant approbation des statuts de l'entreprise socialiste dénommée "Pharmacie Centrale Algérienne par abréviation PCA"
1982	Restructuration de la PCA, Décret N° 82-162 du 24 Avril 1982 (JORA N°17 du 27 Avril 1982) portant création de : Enemedi (Production, importation et distribution des équipements et matériel médical), 03 PHARM (Chargées de la distribution de produits pharmaceutiques Constantine (ENCOPHARM), Alger (ENAPHARM) et Oran (ENOPHARM), et de l'E N P P : production de médicaments, ayant trois (03) Unités de production : Usine Biotic : Construite par les laboratoires Toraude en 1948, nationalisée à 51% en 1971 et à 100% en 1977. Capacité de production en 1982 : 8 Millions d'UV Usine Pharmal : Construite par les laboratoires Labaz en 1964, nationalisée à 51% en 1971 et à 100% en 1977. Capacité de production en 1982 : 12 Millions d'UV Usine El Harrach : Aménagement 1971 de l'Unité El Harrach, laissée vacante en 1962 par la société Algéropia du groupe CLIN-MIDY. Capacité de production en 1982 : 8 Millions d'UV
1984	Décret N° 84-151 du 16 Juin 1984 (JORA N°25 du 19 Juin 1984) portant transfert de la tutelle passant du ministère de la santé publique au ministère chargé de l'énergie et des industries chimiques et pétrochimiques.
1985	Décret N° 85-74 du 13 Avril 1985 (JORA N°17 du 13 Avril 1985) relatif au changement de nom de "Pharmacie Centrale Algérienne (PCA) en "Entreprise Nationale de Production Pharmaceutique" sous le sigle SAIDAL.
1988	Rattachement du complexe antibiotiques de Médéa, de l'EDIC (ex SNIC) à SAIDAL en Avril 1986 et inauguré officiellement le 04 Octobre 1988.
1989	SAIDAL devient autonome et société par actions au capital de 80 000 000 DA détenu par 3 fonds de participation (chimie pharmacie, mines et équipements).
1996	Dissolution des fonds de participation, SAIDAL devient propriété à 100% du holding chimie pharmacie. Création d'une unité de distribution propre à SAIDAL (UC Centre), en Avril 1996.
1997	Rattachement à SAIDAL de 03 unités de production appartenant aux "PHARM" : 02 Unités à l'Est (Constantine et Annaba), et 01 du Centre (Cherchell).
1998	Transformation de SAIDAL en groupe industriel avec 03 filiales de production. (PHARMAL, ANITIBIOTICAL et BIOTIC) et 02 unités de services Création et lancement en partenariat des sociétés en joint-venture avec des laboratoires de grande renommée.

1999	17 Juillet 1999 introduction à la bourse des valeurs d'Alger et cession de 20% du capital du groupe SAIDAL aux privés. L'URMTP devient CRD (Centre de Recherche & Développement) Création d'un centre de distribution à l'Est (CD Batna).
2000	Certification aux normes ISO 9001/version 1994 du CRD, du siège du groupe, de la filiale Antibiotical et des ateliers solutés massifs de l'usine gué de Constantine – filiale BIOTIC. Création d'un centre de distribution à l'Ouest (CD Oran).
2002	Création d'une unité de production à Batna (Atelier Suppositoires) – filiale BIOTIC
2005	Création de l'usine d'insuline à Constantine – filiale PHARMA Certification aux normes ISO 9001/version 2000 du groupe SAIDAL.
2006	Le 16 Avril, inauguration officielle par le président de la république algérienne de l'usine d'insuline.
2009	SAIDAL a augmenté sa part dans le capital de SOMEDIAL à hauteur de 60%.
2010	Elle a acquis 20% du capital d'IBERAL et sa part dans le capital de TAPHCO est passée de 38,75% à 44,51%
2011	SAIDAL a augmenté sa part dans le capital d'IBERAL à hauteur de 60%.
2014	SAIDAL a procédé par voie d'absorption, à la fusion des filiales détenues à 100% : PHARMAL, ANITIBIOTICAL et BIOTIC

Source : établie par nous-même à partir des documents interne disponible sur le site SAIDAL.

Section 02 : Analyse de l'incidence de coût de capital sur la structure financière et la création de valeur

Plusieurs facteurs viennent considérablement influencer la structure financière et la création de valeur. Or, en ce qui concerne notre mémoire, nous prenons le coût de capital comme la variable qui exerce une influence sur celles-ci.

En effet, Le coût des ressources influence inévitablement le choix entre fonds propres et dettes (structure financière) et conditionne la création de valeur, dans la mesure où celle-ci ne peut être assurée que, si seulement si, le rendement des investissements compense le coût des ressources employées à l'occasion de ces investissements.

Toute entreprise faisant appel au financement par fonds propres et par dettes supporte des coûts inhérents à la nature de ces ressources, constituant ainsi le coût du capital qui est la moyenne pondérée des fonds propres et du coût de la dette, en fonction du poids respectif de chaque type de financement.

1. Calcul du coût du capital de SAIDAL

Les entreprises estiment leur coût de capital, pour pouvoir évaluer leurs projets d'investissement (si sont rentables ou pas) et détecter si elles sont performante et créatrice de valeur.

Ce coût du capital est calculé selon la formule suivante :

$$CMPC = k_{cp} \frac{v_{cp}}{v_{cp} + v_d} + kd(1 - T) \frac{v_d}{v_{cp} + v_d}$$

Avec :

K_{cp} = Coût des fonds propres

V_{cp} = Fonds propres

V_d = Endettement net

K_d = Coût de la dette

T = Taux d'imposition sur les bénéfices.

1.1 Calcul préliminaires

1.1.1 Coût des fonds propres

On a utilisé la méthode du MEDAF dans l'estimation du coût des fonds propres de l'entreprise SAIDAL, ce dernier est calculé de la manière suivante :

$$E(R_{actif}) = R_F + \beta_{actif} \cdot [E(R_M) - R_F]$$

Avec :

RF : taux de rentabilité de l'actif sans risque (Cfp) ;

E(R_m) : taux de rendement espéré du marché financier ;

E(R_m) – RF : prime de risque de marché du groupe ;

Bi : Coefficient de risque systématique du titre.

Suivant le cas de SAIDAL :

La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV) a estimé le taux de rendement du marché financier à 15%⁹⁷.

Quant au coefficient de risque systématique du titre (Bêta) a été estimé par La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) à 1,38⁹⁸.

⁹⁷ Dernière estimation avril 2014, il n'a pas fait l'objet d'une autre estimation depuis cette date.

⁹⁸ Cette estimation est faite par les experts de la COSOB, selon une étude spécifique au secteur pharmaceutique.

Chapitre 3 : Cas de « SAIDAL » comme illustration des développements théoriques

Le taux de rentabilité de l'actif sans risque était de 4% pour l'année 2017 et, de 5,75% pour les années 2018 et 2019⁹⁹.

NB :

Pour des raisons de confidentialité et d'insuffisance des données, on n'a pas pu obtenir un taux de rendement du marché financier pour chaque année de la période retenue.

En suivant l'équation de MEDAF, le coût ou l'espérance de rendement des capitaux propres $E(R_{cp})$ est présenté dans le tableau suivant :

Tableau n°03 : Calcul de coût des fonds propres pour les années 2017, 2018 et 2019 :

Année	2017	2018	2019
Désignation			
Rf	4%	5,75%	5,75%
E(Rm)	15%	15%	15%
E(Rm) – RF	11%	9,25%	9,25%
Bi	1,38	1,38	1,38
E(Rcp)	19,18%	18,52%	18,52%

Source : Nos regroupements d'après les données collectées auprès de COSOB & SGBV.

D'après le tableau ci-dessus, on remarque que le coût des fonds propres de SAIDAL a diminué légèrement de 0,66% en 2018 et 2019 par rapport à 2017. Suivant la formule, cette diminution est due à l'augmentation de taux de rentabilité de l'actif sans risque qui est passé de 4% pour l'année 2017 à 5,75% pour les années 2018 et 2019.

1.1.2 Coût de la dette

Le taux de la dette (taux d'intérêt) était de 4,75% pour l'année 2017 et 6,5% pour les années 2018 et 2019.

Dans le calcul de coût du capital, on tient compte des économies d'impôt, cependant les taux d'intérêts deviennent :

- Pour 2017 : $K_d (1-T) = 4,75\% (1- 19\%) = 3,85\%$
- Pour 2018 et 2019 : $K_d (1-T) = 6,5\% (1- 19\%) = 5,27\%$

Sachant que le taux d'imposition de trois années est de 19%.

⁹⁹Voir annexe n° 11.

1.2 Estimation de CMPC

Après avoir fait les calculs préliminaires, nous procédons à l'estimation de coût moyen pondéré du capital, qui se présente dans le tableau suivant :

Tableau n°04 : Calcul de coût du capital pour les années 2017, 2018 et 2019

Année	2017	2018	2019
Désignation			
Kcp	19,18%	18,52%	18,52%
Vcp	27931531057,74	19796410396,58	21776278416,42
$\frac{Vcp}{Vcp + Vd}$	<u>41250228669,82</u>	<u>32767734008,14</u>	<u>34240989173,52</u>
$kd(1 - T)$	3,85%	5,27%	5,27%
vd	13318697612,35	12971323611,56	12464710757,10
$\frac{vd}{vcp + vd}$	<u>41250228669,82</u>	<u>32767734008,14</u>	<u>34240989173,52</u>
CMPC	14,23%	13,28%	13,70%

Source : Nos regroupements d'après les données collectées au sein de SAIDAL.

À partir de ces résultats, on remarque une diminution de coût moyen pondéré du capital en 2018 par rapport à 2017 (soit de 0,95%), et une légère augmentation (soit de 0,42%) en 2019 par rapport à 2018 ; cela s'explique essentiellement par les changements effectués par le groupe SAIDAL dans sa structure du capital.

Remarque :

Pour la valeur des capitaux propres (Vcp) on a pris le montant des capitaux propres tel qu'il est donné dans le bilan passif ; on n'a procédé à aucun retraitement.

Quant à la valeur des dettes (Vd) on a pris le montant indiqué dans la rubrique passif non courant.

2. Évolution de la structure financière

Pour financer les projets d'investissement, les dirigeants de SAIDAL ont sollicité plusieurs modes de financement, à savoir les capitaux propres, dettes à long et moyen terme (DLMT) et dettes à court terme (DCT).

On résume sa structure financière pour les années 2017 ,2018 et 2019 dans le tableau suivant :

Tableau n°05 : Évolution de la structure financière des trois années 2017, 2018 et 2019

Année / Désignation	2017	2018	2019
Capitaux propres	57.81%	50.02%	53.86%
DLMT	27.56%	32.78%	30.83%
DCT	14.63%	17.20%	15.31%
TOTAL	100%	100%	100%

Source : Nos regroupements d'après les données collectées au sein de SAIDAL.

Les formules utilisées pour calculer la part de chaque mode de financement :

$$\text{capitaux propres} = \frac{\text{montant capitaux propres}}{\text{total passif}} * 100$$

$$\text{DLMT} = \frac{\text{passif non courant}}{\text{total passif}} * 100$$

$$\text{DCT} = \frac{\text{passif courant}}{\text{total passif}} * 100$$

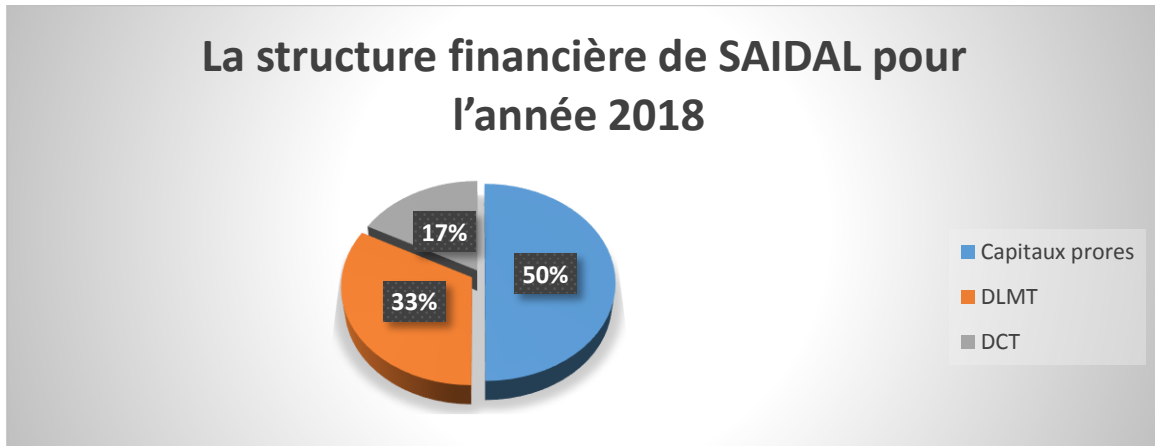
On présente les données de tableau ci-dessus dans les figures suivantes :

Figure n°03 : La structure financière de SAIDAL pour l'année 2017



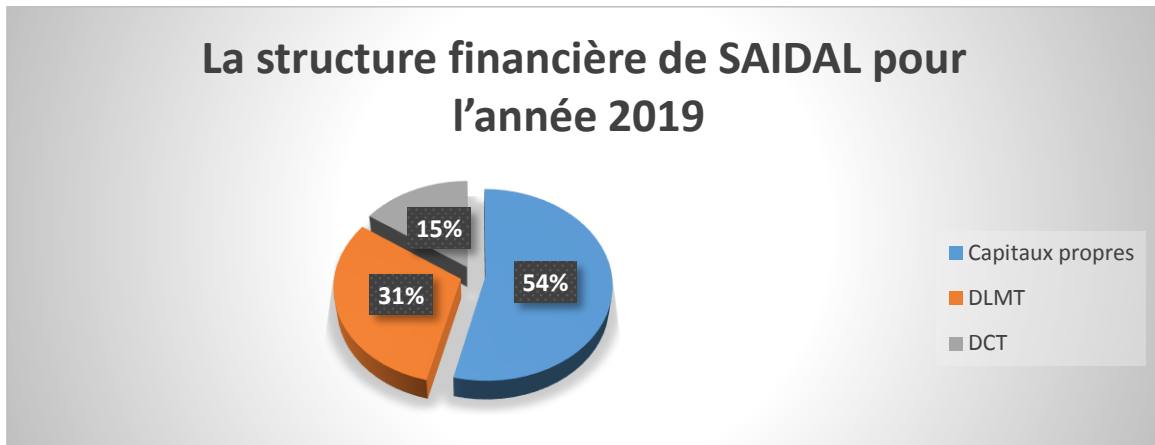
Source : Nos regroupements à partir des données de l'entreprise

Figure n°04 : La structure financière de SAIDAL pour l'année 2018



Source : Nos regroupements à partir des données de l'entreprise

Figure n°05 : La structure financière de SAIDAL pour l'année 2019



Source : Nos regroupements à partir des données de l'entreprise.

D'après le tableau et les figures ci-dessus, nous constatons que l'entreprise n'a pas gardé une même structure financière durant les trois exercices, mais en revanche elle a utilisé une même politique de financement. Et ce, en se basant sur les capitaux propres comme première source de financement avec un taux de 57.81%, 50.02% et 53.86% respectivement pour les années 2017, 2018 et 2019. Elle a ensuite utilisée les dettes à long terme comme deuxième source avec un taux de 27,56% pour 2017, 32,78% pour 2018 et 30,83% pour 2019. Et enfin les dettes à court terme comme dernière source avec un taux de 14.63%,17.20% et 15.31% respectivement pour les années 2017, 2018 et 2019.

3. La mesure de création de valeur

Pour répondre aux hypothèses posées dans le début de ce travail, il y a lieu de mesurer la création de valeur au sein de l'entreprise SAIDAL, et ce à travers les indicateurs qu'on a étudié dans le chapitre précédent.

3.1 Le choix des indicateurs de mesure

Nous retenons ici, uniquement deux principaux indicateurs, à savoir l'indice de l'économie value added (EVA) qui mesure la création de valeur intrinsèque, et la MVA comme indicateur qui mesure la création de valeur externe. Les raisons à l'origine de notre choix sont :

Concernant l'indice de l'EVA, il est considéré comme un indicateur le plus utilisé car elle contribue à une bonne analyse de la performance interne de l'entreprise en tenant compte du coût des ressources. En effet, selon la formule de l'EVA, cette dernière permet de comparer le taux de rendement des capitaux investis ou le taux de retour sur investissement au coût des ressources utilisées (CMPC) qui lié directement à l'objectif du thème.

En outre, c'est un indicateur riche en termes d'information. À la fois, il nous informe sur le rendement de la politique d'investissement à travers le ratio : taux de rendement des capitaux investis ou taux de retour sur investissement, et sur l'optimisation des ressources utilisées, en tenant compte de la répartition des financements entre capitaux propres et capitaux empruntés. De plus, chaque composante de l'EVA constitue une variable d'action interne pour la création de valeur.

Concernant l'indice de MVA, son choix est directement lié à l'intégration de toutes les dimensions du système de création de valeur dans son calcul, par rapport à d'autres critères de performance, notamment aux critères comptables sujets à manipulations. Le calcul de MVA met le lien entre la stratégie de l'entreprise et l'estimation du marché pour les entreprises cotées en bourse.

3.2 Calcul de l'EVA

Pour analyser cette dernière au sein de SAIDAL, il est nécessaire d'étudier l'évolution de chaque composante de l'indice de valeur «EVA ».

Chapitre 3 : Cas de « SAIDAL » comme illustration des développements théoriques

La formule de l'EVA se présente comme suit :

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{CMPC}) \times \text{CI}$$

Avec :

Capital investi : il représente les fonds propres et les dettes (Total passif) ;

ROIC « Rendement sur les capitaux investis » : désigne la rentabilité générée par les capitaux employés, il est présenté par le rapport entre le résultat d'exploitation et le capital investi.

$$\text{ROIC} = \frac{\text{résultat d'exploitation}}{\text{capitaux investis}}$$

Pour aboutir à des résultats qui reflètent la situation réelle de l'entreprise, on a utilisé le résultat d'exploitation avant impôt au lieu du résultat net, et ce pour avoir un indicateur synthétique et bien précis de la rentabilité interne de l'entreprise.

D'après les analystes, ce ratio ROIC, fait abstraction d'une part des éléments à caractère exceptionnel n'ayant aucune signification quant à la bonne ou la mauvaise gestion de l'entreprise, et d'autre part, de l'IBS qui représente une variable exogène qui ne dépend pas de l'activité interne de l'entreprise mais de considération politiques. De plus le résultat net est jugé comme un indicateur trompeur, car l'entreprise peut dégager un résultat bénéficiaire et ne pas rémunérer le capital apporté par les actionnaires.

Tableau n°06 : Le calcul du ROIC pour les années 2017, 2018 et 2019 :

Année \ Désignation	2017	2018	2019
Résultat d'exploitation	1 480 241 680.05	1 293 874 389.45	995 270 118.85
Capital investis	48 318 944 590.23	39 574 343 961.92	40 434 178 877.27
ROIC	3,063%	3,272%	2,461%

Source : Nos regroupements d'après les données collectées au sein de SAIDAL

À partir de ces résultats, on constate que malgré la diminution du résultat d'exploitation, le rendement du capital investi en 2018 est élevé par rapport à celui de 2017, et cela revient à la différence importante de capitaux employés entre ces deux années (soit une baisse de 8 744 600 625,37 DA (-18,09%)). On remarque également une légère baisse du ratio de

Chapitre 3 : Cas de « SAIDAL » comme illustration des développements théoriques

rendement du capital investi en 2019, et cela s'explique essentiellement par la diminution du résultat d'exploitation.

Après avoir calculé la ROIC et le CMPC, nous procédons au calcul de l'EVA, qui se présente dans le tableau suivant :

Tableau n°07 : Le calcul de L'EVA pour 2017, 2018 et 2019

Année / Désignation	2017	2018	2019
Capitaux investis	48 318 944 590.23	39 574 343 961.92	40 434 178 877.27
ROIC	3,063%	3,272%	2,461%
CMPC	14,23%	13,28%	13,70%
EVA	-539777654239,09	-396060034370,89	-454439736401,63

Source : Nos regroupements d'après les données collectées au sein de SAIDAL

Suite aux résultats obtenus dans le tableau ci-dessus, on remarque que : l'indice de valeur EVA est négatif de -539 777 654 239,09, -396 060 034 370,89 et -454 439 736 401,63 respectivement durant les trois années 2017, 2018 et 2019 . En suivant la formule de calcul de l'indicateur EVA, cela revient au fait que les rendements des capitaux investis sont inférieurs au coût moyen pondéré du capital.

On remarque qu'il y a une variation à la baisse de l'EVA de 2018 par rapport à 2017, qui est due à la différence importante de capitaux employés entre ces deux années, et au CMPC de 2017 qui est plus élevé à celui de 2018. Nous remarquons également une variation à la hausse dans l'EVA de 2019 par rapport à 2018 qui s'explique par le rendement du capital investi de 2019 qui est inférieur à celui de 2018, et à la hausse légère de CMPC de l'année 2019.

3.3. Calcul de MVA

Pour les entreprises cotées en bourse comme le cas de SAIDAL, leur objectif ne se résume pas seulement à la création de valeur au niveau interne (valeur intrinsèque), elles doivent aussi créer de valeur au niveau externe, on parle alors de la création de valeur boursière, qui se mesure par l'indice MVA.

Sa formule se présente comme suit :

$$VA = VM - VCI$$

Avec :

VM : valeur de marché des capitaux investis (capitalisation boursière).

VCI : valeur comptable des capitaux investis (Capitaux propres).

Pour la capitalisation boursière, elle est calculée par la formule suivante :

$$\text{capitalisation boursière} = \text{cours boursier} * \text{nombre d'action}$$

Notant bien qu'on a pris le cours boursier de la clôture de chaque année d'étude, c'est-à-dire au 31/12.¹⁰⁰

Tableau n°08 : Calcul de la capitalisation boursière pour les trois années 2017, 2018 et 2019

Année	2017	2018	2019
Désignation			
Cours boursier	660	635	580
Nombre d'action	10 000 000	10 000 000	10 000 000
Capitalisation boursière	6 600 000 000	6 350 000 000	5 800 000 000

Source : Nos regroupements d'après les données collectées auprès de COSOB & SGBV

On remarque que la valeur de marché des capitaux investis baisse durant les trois années, en effet elle diminue de 2018 par rapport à 2017 d'un taux de 3,8%, et de 2019 par rapport à 2018 de 8,7%. Cela revient à la diminution de la valeur de l'action sur le marché boursier de 660 DA à 580 DA (mathématiquement parlant).

Remarque :

Le nombre d'action de groupe SAIDAL a resté inchangé depuis sa cotation à la bourse.

¹⁰⁰ VOIR l'annexe n° 10.

Tableau n°09 : Appréciation de l'indice MVA pour les années 2017, 2018 et 2019

Année	2017	2018	2019
Désignation			
Capitalisation boursière	6 600 000 000	6 350 000 000	5 800 000 000
Valeur comptable des CP	27 931 531 057.74	19 796 410 396.58	21 776 278 416.42
MVA	-21 331 531 057.74	-13 446 410 396.58	-15 976 278 416.42

Source : Nos regroupements d'après les données collectées au sein de SAIDAL, COSOB & SGBV.

D'après le tableau ci-dessus, on constate que la MVA est négative durant les trois années, cela revient au fait que la capitalisation boursière est inférieure à la valeur comptable.

On constate que la MVA de 2017 passe de -21 331 531 057.74 DA à -13 446 410 396.58 DA en 2018, et cette variation à la baisse est due à la diminution importante de la valeur comptable des capitaux propre entre ces deux années. Nous constatons également une variation à la hausse dans le MVA ; il passe de -13 446 410 396.58 DA en 2018 à -15 976 278 416.42 DA en 2019, et cela revient à la baisse de la valeur de l'action sur le marché boursier de 635 DA à 580 DA.

La discussion et l'analyse approfondie des résultats obtenus, fera l'objet de la troisième section.

Section 3 : Discussion et analyse approfondie des résultats obtenus

Après avoir calculé les variables supposées répondre à la problématique principale de notre recherche, nous allons rappeler et tester les hypothèses de notre travail et ce, en analysant les résultats obtenus dans la section précédente.

Cependant, deux hypothèses ont été posées d'une manière cohérente avec les développements théoriques, qu'on a abordés dans le premier et le deuxième chapitre de notre travail. Dans la première hypothèse, on a considéré que le coût du capital est le facteur clé du choix d'une structure financière d'une entreprise. Et nous avons proposé également dans la deuxième hypothèse que la maîtrise du coût du capital mène l'entreprise à la création de valeur.

1. Le coût du capital est le facteur clé du choix d'une structure financière d'une entreprise

Selon la théorie, le choix d'une structure financière est influencé par plusieurs facteurs tels que l'imperfection des marchés, la variable fiscale, la taille des investissements, le coût du

capital,...etc. Or, nous avons retenu la variable du coût du capital dans notre recherche, comme la variable qui exerce une influence inévitable, et qui joue un rôle primordial et incontournable pour la détermination de la structure financière.

Plusieurs études théoriques et empiriques attestent que coût du capital peut conduire l'entreprise à faire une restructuration dans sa politique financière, dans la mesure où celle-ci, contribue à son développement, et à la création de richesse pour ses bailleurs de fonds, à savoir les actionnaires et les créanciers. De ce fait nous considérons que le coût du capital est le facteur clé du choix d'une structure financière d'une entreprise.

Nous testerons cette hypothèse de travail, sur les résultats obtenus du groupe SAIDAL, tout en considérant que tout changement dans sa structure financière est induit par l'objectif de minimiser le coût du capital, pour qu'elle soit créatrice de valeur.

Concernant l'analyse de la structure financière du SAIDAL, on a constaté que le groupe a changé sa structure financière pour les trois années 2017, 2018 et 2019 ; tout en gardant le principe de l'autonomie financière, en utilisant les capitaux propres comme la première source de financement avec un taux qui répond à sa vocation et qu'il dépasse les 50% durant les trois années ; soit 57.81% pour 2017, 50.02% pour 2018 et, 53.86% pour 2019.

L'origine de ces changements peut être expliquée par les variations induites dans le coût du capital ou CMPC. On constate que chaque changement dans la structure financière du groupe est suivi d'une variation de CMPC qui est passé de 14,23% en 2017 à 13,28% en 2018 et, à 13,70% en 2019.

Compte tenu de ces résultats et de cette analyse, l'hypothèse stipulant que le coût du capital est le facteur clé du choix d'une structure financière d'une entreprise, n'est pas rejetée et semble validée par le cas du groupe SAIDAL.

Mais au-delà de ces considérations strictement comptables, le statut de l'entreprise (l'État est le principal actionnaire de SAIDAL), la conjoncture économique et l'environnement pécuniaire dans lequel activent les entreprises algériennes, sont autant de facteurs qui peuvent influencer la structure financière d'une entreprise. De ce fait, cette hypothèse n'est pas facile à déceler entièrement par notre recherche, elle peut seulement corroborée (fortifiée) avec d'autre précepte.

Dans la mesure où notre objectif de la recherche ne se limite pas seulement à l'étude de l'impact de coût de capital sur la structure financière (objectif principal), il s'étend même à

promouvoir la notion de coût du capital dans les entreprises algériennes. On est amené à analyser et discuter les résultats de chaque composante qui intervient dans le calcul de CMPC notamment le coût des capitaux propres.

Suivant la méthode de MEDAF étudié précédemment, le coût des capitaux propres dépend principalement de trois variables : le taux d'intérêt sans risque, Le coefficient bêta (β) et, la prime de risque du marché.

- ❖ Le taux d'intérêt sans risque c'est une rentabilité qu'un investisseur exige s'il choisit d'investir en actif sans risque dont le rendement est certain comme les obligations d'État. Le taux d'intérêt sans risque pris dans le calcul de coût des capitaux propres de SAIDAL est celui des obligations assimilables au trésor OAT à la durée de dix ans (moyen terme), qu'ils étaient de 4% pour l'année 2017 et, de 5,75% pour les années 2018 et 2019.
- ❖ Le coefficient β traduit et mesure la volatilité de la rentabilité d'une action par rapport à la rentabilité du marché et, il dépend du risque d'exploitation et du risque financier. Pour les années 2017, 2018 et 2019 il a été estimé à 1,38. Dans la théorie, quand le bêta est supérieure à Un (comme le cas étudié), cela signifie que le prix de l'action devrait connaître variation ou une volatilité plus forte que la rentabilité du marché. Mais ce postulat théorique nous semble invalide par le cas du groupe SAIDAL, car on constate que son cours boursiers a connu une récession continue ; il est passé de 660 DA en 2017 à 635 DA en 2018 et, à 580 DA en 2019. Cette diminution est due probablement aux mauvaises interceptions des investisseurs sur la performance de l'entreprise et au problème d'ordre culturel.

Il est primordial de signaler aussi, qu'avant la cotation de l'entreprise BIOPHARM à la bourse d'Alger en avril 2016, le bêta de secteur pharmaceutique était de 1,22 ; cette variation indique que le bêta est sensible aux mouvements et aux opérations de marché boursier.

- ❖ Quant à la variable de la prime de risque du marché, qui représente la différence entre le taux de rendement espéré du marché financier $E(R_m)$ et le taux de rentabilité de l'actif sans risque RF [$E(R_m) - RF$], on constate que cette prime est de 11% pour 2017 et de 9,25% pour 2018 et 2019. Cette variation à la baisse est due principalement à l'augmentation de taux de l'actif sans risque, puisque le taux de de rendement espéré du marché financier est resté inchangé sur toute la période d'étude.

Le tableau qui présente le calcul de coût des fonds propres, montre que les actionnaires de groupe SAIDAL exigent un taux de rendement important soit 19,18% en 2017 et 18,52% en 2018 et 2019. En comparant ce taux à la rentabilité générée par les capitaux employés ; on constate que l'entreprise SAIDAL n'est pas en mesure de satisfaire ses actionnaires. Elle fait subir à ses derniers des pertes colossales, comme le montre les indicateurs de mesure de valeur, qu'on va commenter dans la fin de cette section.

À l'appui de cette analyse, nous déduisons que le coût de capital dépend de variables endogènes à savoir le coût des capitaux propres et la structure financière, et de variables exogènes comme le coût de la dette et le taux d'imposition.

Nous avons élaboré deux hypothèses de travail, dont la première a été testée à travers l'analyse ci-dessus. Nous procédons dans ce qui suit à l'analyse des résultats des tableaux portant sur la mesure de création de valeur, pour tester la deuxième hypothèse qui stipule que la maîtrise du coût du capital mène l'entreprise à la création de valeur.

2. La maîtrise du coût du capital mène l'entreprise à la création de valeur

Dans la théorie financière néoclassique, la notion de valeur créée est liée à la problématique de l'allocation optimale des capitaux, autrement dit, au problème du choix d'investissement et de financement. En effet, la création de valeur sert de fondement à la définition de toutes les décisions de l'entreprise en particulier les décisions financières, et ces dernières doivent aboutir à la maximisation de la richesse.

Une entreprise crée de la valeur lorsque la rentabilité de ses capitaux engagés est supérieure à leur coût (coût du capital). Cette affirmation résume à elle seule toute la problématique de la gestion financière. Par conséquent, toute direction financière doit impérativement et régulièrement se poser la question de la mesure du coût du capital dont dépend la détermination de sa création (ou de sa destruction) de valeur. De ce fait, nous avons considéré dans le présent travail que la maîtrise du coût du capital mène l'entreprise à la création de valeur.

Nous testerons cette hypothèse de travail, sur les résultats obtenus du groupe SAIDAL, en se contentant de mesurer la création de valeur, et ce, par l'utilisation de l'indicateur EVA pour mesurer la valeur intrinsèque, et MVA pour mesurer la valeur boursière.

L'étude de la création de valeur intrinsèque par l'indicateur de mesure EVA, révèle que le groupe SAIDAL est destructeur de valeur au niveau interne. Elle a dégagé des EVA négatifs

pour les trois années 2017, 2018 et 2019, cela revient au fait que les rendements des capitaux investis sont inférieurs au coût moyen pondéré du capital.

En analysant le tableau n°06 qui porte sur le calcul de rendement des capitaux investis, on constate que l'entreprise SAIDAL a généré une rentabilité sur ses capitaux employés qui ne dépasse pas les 4% pour 2017 et 2018 et les 3% pour 2019, et cela s'explique essentiellement par le résultat d'exploitation qui est très faible, à cause de l'importance des charges d'exploitations. En comparant les taux de ROIC au CMPC ; on constate une différence significative qui rend intelligible la cause de la destruction de valeur au niveau interne par le groupe SAIDAL.

L'entreprise SAIDAL peut remédier à cette situation, soit en augmentant le taux de rentabilité sur capitaux investis, soit en réduisant le coût du capital. La réduction de ce dernier dépend d'une part, d'une meilleure gestion des risques financiers et de l'autre, du choix de la structure financière.

Si l'entreprise SAIDAL n'arrive pas à créer de la valeur au niveau interne, elle est bien au contraire destructrice de valeur ; qu'en est-il de la création de valeur au niveau externe ?

Les mêmes conclusions sont à constater en étudiant l'indicateur de mesure de MVA, le groupe pharmaceutique n'arrive pas à créer de la valeur même au niveau externe.

D'après les résultats de tableau traitant de l'évolution de MVA, on constate que ce dernier est négatif durant les trois années, ce qui montre que l'entreprise SAIDAL est destructrice de valeur d'un point de vue externe, indiquant de ce fait que le marché est pessimiste quant à la capacité de l'entreprise à créer de la valeur. Cela résulte principalement de la différence importante du taux de rentabilité générée par les capitaux investis qui ne dépasse pas les 4% et le taux exigé par les actionnaires qui est estimé à 19%. Ce qui explique même la baisse de la capitalisation boursière de 6 600 000 000 DA à 5 800 000 000 DA.

Cette situation traduit un manque de confiance dans le management de l'entreprise qui n'assurera pas une rentabilité suffisante pour rémunérer le coût des capitaux investis. En effet, l'une des conditions de la création de la valeur boursière est le contrôle des capitaux investis, donc le groupe SAIDAL n'a qu'à agir sur cette variable, et ce par la cession des actifs non essentiels et l'abandon de toute activité non rentable d'une part, et d'autre part opté pour les investissements stratégiques.

Tenant compte de ces résultats, l'hypothèse selon laquelle, la maîtrise du coût du capital mène l'entreprise à la création de valeur est rejetée par le cas de SAIDAL. En effet, cette dernière n'a pas réussi la création de valeur intrinsèque ni boursière, pour plusieurs raisons autres que la maîtrise de coût de capital, et parmi celles-ci l'insuffisance de taux de rentabilité générée par les capitaux engagés (qui est due à l'importance des charges et au faible résultat d'exploitation) pour couvrir le coût du capital.

Conclusion

L'objectif de ce dernier chapitre, était de calculer le coût du capital de groupe SAIDAL, analyser son impact sur sa structure financière et, de mesurer sa création de valeur intrinsèque et boursière.

À partir des résultats obtenus, on peut affirmer que le coût de capital est parmi les facteurs clés du choix d'une structure financière d'une entreprise. Cela ne veut pas dire que cette dernière dépend exclusivement de coût de capital, elle semble être impactée par d'autres facteurs tels que l'imperfection des marchés, la conjoncture économique...etc. Ce sont des facteurs qui nécessitent des études approfondies.

Concernant la mesure de création de valeur, l'entreprise étudiée n'a pas réussi la création de valeur, ni au niveau interne, ni au niveau externe ; elle est au contraire destructrice de valeur. Cette perte de valeur trouve son origine dans le coût des ressources, qui est plus élevé par rapport à leurs rendements.

Conclusion générale

L'objectif de notre mémoire était d'étudier l'impact de coût du capital sur la structure financière d'une entreprise cotée en bourse. Cet impact ne peut être étudié sans introduire la notion de création de valeur, qu'on a estimée dans ce présent travail, comme une variable de mesure entre le coût du capital et la structure financière.

Nos recherches ont été orientées pour répondre d'une part ; à la question principale de notre travail : Quel est l'impact du coût du capital sur le choix de la structure financière d'une entreprise ?, ou bien : Comment le coût du capital oriente-t-il le choix de la structure financière d'une entreprise ? Et d'autre part, pour tester les hypothèses posées au début de ce mémoire.

Pour atteindre cet objectif, nous avons présenté dans le premier chapitre les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital. En effet, la conception de la structure financière des entreprises, entendue comme la répartition des dettes financières et des fonds propres est très importante. Ainsi l'objet de ce premier chapitre est double :

Tout d'abord, dans la première section, l'objet est de relater l'importante de la littérature théorique développée au cours des années précédentes sur le sujet des déterminants de la structure financière et aussi de souligner la variété des approches conduisant à des hypothèses divergentes. Cependant deux hypothèses ont été développées ; la première hypothèse stipule que la structure financière est neutre. En 1958, selon Modigliani et Miller (MM) qui sont les premiers à traiter ce sujet, ont démontré à travers leurs propositions, qu'en présence de marché parfait et en absence de conflits d'objectifs, de coûts de faillite et des anomalies liées à la fiscalité ; la valeur de la firme est indépendante de sa structure de financement, c'est-à-dire qu'il n'y a aucune influence sur la création de valeur de l'entreprise quel que soit le mode de financement.

Quant à la deuxième hypothèse selon laquelle la structure financière est optimale ; de nombreux travaux ont remis en cause l'hypothèse de perfection des marchés (la neutralité). Suite à ces critiques, plusieurs théoriciens et en particulier Modigliani et Miller ont corrigé leur première approche par l'élaboration de leur article de 1963. Dans cet article, ils réintroduisent l'influence de la fiscalité, les coûts de faillite et les coûts d'agence, ainsi ils reconnaissent le rôle important de la dette dans le financement de l'entreprise du fait de la déductibilité fiscale de la charge financière qu'elle entraîne. Il résulte alors que la valeur de l'entreprise endettée est plus grande que la valeur de celle qui ne l'est pas. Par conséquent, une structure financière optimale peut exister et correspond, selon MM (1963) à une combinaison de fonds propres et dettes.

Ensuite, l'objet de la deuxième section est de présenter les différentes sources de financement auxquelles l'entreprise peut recourir pour financer ses besoins liés à l'investissement. On peut distinguer généralement trois formes : les fonds propres, les dettes et les quasi-fonds propres.

Néanmoins l'entreprise voit son champ de possibilités limité par des contraintes liées à la situation financière, économiques et fiscales qu'elle doit respecter pour pouvoir enfin choisir le mode de financement le plus adéquat, et le plus créateur de valeur et ce, en se basant sur le principe d'arbitrage entre les coûts et les gains inhérents à la fois au financement par fonds propres et au financement par dettes. Dès lors, on s'est interrogé sur les facteurs et les critères déterminants le choix de financement entre ces deux modes.

Tout au long de ce chapitre, on a bien compris que la structure financière mesure la part respective des fonds propres et des dettes, qui représente des sources de financement qui certes ne sont pas gratuites et de ce fait, leur coût influence la structure financière ; plus ces coûts sont élevés, moins les conditions de création de valeur sont favorables.

C'est ainsi que le chapitre deux avait pour objet d'étudier le coût du capital et son impact sur la création de valeur. En effet le coût du capital est un concept majeur et essentiel en finance, car il sert à la fois pour la sélection des projets d'investissements, et au centre de la mesure de la création de valeur de l'entreprise.

Comme on l'a vu dans la première section du chapitre, le coût du capital est défini comme la moyenne des coûts des différentes sources de financement à savoir les fonds propres et les dettes. La détermination de ce dernier nécessite l'appréciation de ces deux coûts.

En premier lieu, le coût des capitaux propres qui représente le rendement exigé par les apporteurs de fonds propres (les actionnaires), dont on a fait l'estimation suivant deux méthodes principales : les modèles actuariels et le MEDAF. En deuxième lieu, le coût de la dette qui représente le taux de rendement interne des flux monétaires empruntés. Ce coût exprime la moyenne des coûts de chaque type de dette que détient l'entreprise.

Dans la deuxième section, nous avons apporté un éclairage sur la création de valeur, qui est devenue une préoccupation pour les entreprises. On a expliqué l'impact des modes de financement sur la création de valeur. En effet, pour qu'une entreprise soit créatrice de valeur, il ne suffit pas seulement qu'elle soit bénéficiaire au sens comptable, elle doit générer des profits supérieurs à la rentabilité exigée par les apporteurs de fonds à savoir les actionnaires et les

créanciers. Ceci nous a amené à étudier d'une façon approfondie les principaux indicateurs de mesure de la création de valeur, notamment : L'indice EVA qui mesure la création de valeur intrinsèque, et la MVA qui mesure la création de valeur boursière.

Au travers le premier et le deuxième chapitre, on a démontré théoriquement qu'il existe une relation entre le coût du capital, la structure financière et la création de valeur. Toutefois, cette relation et l'impact de coût du capital sur la structure financière se réduit pas à l'approche théorique. Il nécessite une étude empirique. Dès lors, nous avons réalisé cette étude dans le dernier chapitre dont l'objectif principal d'appliquer le contexte des deux premiers chapitres sur un cas réel qui est l'entreprise cotée en bourse « SAIDAL », et de vérifier les hypothèses posées tout au début de ce travail.

Pour cela, nous avons scindé ce chapitre en trois sections, la première a porté sur la présentation du cas étudié « SAIDAL », qui est une entreprise dont les activités principales sont le développement, la production et la Commercialisation des produits pharmaceutiques à usage humain. Elle est considéré comme le leader de l'industrie pharmaceutique en Algérie et un important pôle industriel en méditerranée.

Dans la deuxième section, nous avons procédé à l'appréciation du coût du capital, à l'étude de l'évolution de la structure financière, et au calcul de la création de valeur intrinsèque et boursière de groupe SAIDAL.

En s'appuyant sur les résultats obtenus dans la section 2, nous avons rappelé et testé les hypothèses de notre travail dans la troisième section. Nous avons également analysé d'une façon approfondie l'incidence de coût de capital sur la structure financière et la création de valeur.

Cependant, notre analyse a validé partiellement la première hypothèse, qui porte sur l'incidence de coût du capital sur la structure financière, du moment où cette dernière, ne dépend pas exclusivement de coût de capital, elle dépend aussi d'autres facteurs qui nécessitent des études approfondies. C'est ainsi qu'on considère que les résultats de notre recherche ne confirment que partiellement cette hypothèse.

Quant à la deuxième hypothèse stipulant que le coût du capital mène l'entreprise à la création de valeur, est rejetée car, les résultats de notre recherche montrent que SAIDAL est destructrice de valeur au niveau interne comme au niveau externe.

À l'issue de cette étude, nous pouvons déduire que, le coût du capital est un objet politique qui conditionne le choix des investissements et mesure la performance des entreprises. Il peut même les conduire à faire une restructuration dans leur politique financière dans la mesure où celle-ci contribue à la création de richesse.

Le coût du capital est un concept qui peut être mis en œuvre dans des contextes et des environnements très différents. Ex-ante, le coût du capital permet aux entreprises de sélectionner les projets d'investissement et d'évaluer les actifs. Ex post, il est utilisé par les contrôleurs de gestion qui mesurent la performance ainsi que par les services comptables qui établissent les comptes consolidés et définissent les justes valeurs des actifs. Il est donc un sujet de tension permanent dans les organisations (ce qu'il nous a motivé de plus dans le choix de sujet).

A l'appui des résultats de notre étude, nous tenterons de suggérer quelques éléments pour promouvoir la notion de coût du capital dans les entreprises algériennes.

Étant donné que le coût du capital ne peut être calculé avec précision ; car ses différents utilisateurs n'ont pas forcément accès aux mêmes données et ne sont pas soumis aux mêmes contraintes organisationnelles, nous recommandons aux entreprises de bien définir et de maîtriser le cadre théorique pour estimer le coût du capital, mais également de savoir nouer un dialogue permanent entre pratiques et théories afin de répondre aux différentes questions qui se posent. Sans cette maîtrise des concepts et un effort permanent d'arrimage de la pratique à la théorie, des erreurs pourront conduire à considérer des taux aberrants et ainsi, à sur ou sous-évaluer significativement des projets ou des entreprises.

Nous recommandons aussi aux entreprises, notamment celles cotées en bourse d'éviter toute asymétrie informationnelle à l'égard des experts, des banques d'investissement ou à tous ceux qui les aident à évaluer leur coût du capital ; car l'estimation exacte de ce dernier joue un rôle crucial dans l'évaluation de l'entreprise, elle renforce la confiance des investisseurs, et les encouragent à investir dans leurs entreprises.

Ce travail de recherche est destiné aux chercheurs intéressés par le sujet ainsi qu'aux étudiants qui poursuivront ou reprendront notre travail, ou encore qui travailleront sur un sujet connexe ou qui utiliseront une méthode semblable à la nôtre.

Comme tout travail de recherche, le nôtre présente des insuffisances qui restent autant de pistes de recherche à développer et à affiner dans le futur. Ces insuffisances résident dans plusieurs limites :

En premier lieu, cette étude n'a concerné qu'une seule entreprise, et la période d'analyse retenue ne s'étend que sur trois années en raison de l'insuffisance des données comptables et financières. Il faut élargir notre étude sur plusieurs entreprises, et étendre l'analyse sur une période plus longue, pour que celle-ci ait plus de rigueur.

En deuxième lieu, on a procédé à aucun traitement des données comptables. Elles sont tirées telles quelles sont données aux états financiers. Or, le calcul des indicateurs de valeur nécessite plusieurs retraitements, voire plusieurs ajustements pour une meilleure estimation. De plus, la complexité de calcul des éléments de coût du capital, le coût des fonds propres notamment qui est estimé par le MEDAF, limite la portée des conclusions.

Par ailleurs, Nous estimons de ne pas avoir fait un travail exhaustif. Bien des choses restent à évoquer dans ce mémoire telles que ; l'étude de deux approches de la notion de valeur, à savoir l'approche actionnariale et l'approche partenariale. Et, nous n'avons pas incorporé d'autres variables susceptibles d'influencer la structure financière telles que l'imperfection des marchés, la conjoncture économique...etc.

La présente recherche doit être considérée à la lumière des limites citées ci-dessus. De plus, ces limites restent autant de pistes permettant d'améliorer ce travail, en envisageant de futures recherches.

Bibliographie

Ouvrage :

- ◆ **ALBOUY Michel** : « Financement et coût du capital des entreprises », Edition EYROLLES, Paris, 1991.
- ◆ **CHARREAUX Gérard** : «Le gouvernement des entreprises. Corporate Governance, Théories et faits», Economica, Paris, 1997.
- ◆ **CHARLES-Henri, JEAN-YVES Saulquin** : «Finance appliquée : Analyse financière», EDUCAPOLE gestion, 1996.
- ◆ **COHEN. E** : « gestion financière de l'entreprise et développement financier », EDICEF/AUPELF, 1991.
- ◆ **DEPALLESNS. G ; J. JOBARD** : « gestion financière de l'entreprise », 11 EME édition, 1997.
- ◆ **GREGORY Denglos** : « la création de valeur : modèles, mesure et diagnostique », Edition DUNOD, paris, 2003.
- ◆ **GUY Van Loyé** : « Finance et théorie des organisations », Economica, 1998.
- ◆ **GUYVARC'H A, THAUVRON A** : « Finance », Éditions Foucher, Paris, 2010.
- ◆ **JACK Forget** : « Stratégie financière », Ellipses éditions, Paris, 2007.
- ◆ **JEAN Florent Rérolle** : « Finance d'entreprise et finance de marché, principes et applications», édition village mondial, Paris, 1998.
- ◆ **JEAN- pierre Bréchet, PIERRE Mévellec** : « Marchés financiers et gouvernement de l'entreprise», Ouest Edition, Paris 1998.
- ◆ **PATRICK Dumouchel** : « la création de valeur », 2eme édition d'organisation, PARIS, 2000.
- ◆ **ROLAND Portait, PATRICIA Charlety, DENIS Dubois, NOUBEL Philippe** : « Les décisions financières de l'entreprise », édition Puf, Paris, 2004.

Article et Revue :

- ◆ **ABOUT M** : «Le prêt participatif : ce qu'il faut savoir», article publié le 26/02/2014 sur tout savoir sur la création d'entreprise.
- ◆ **ALBOUY Michel** : « Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », Revue française de gestion, Paris 1996.
- ◆ **CHAREAU G, DESBRIERES Ph** : « gouvernance des entreprise, valeur partenariale contre-valeur actionnariale », finance contrôle stratégie volume 1, 1998.

- ◆ **DOMINIQUE Jean Jacquet** : «Rentabilité et valeur : EVA & MVA», revue analyse financière, septembre 1997.
- ◆ **GRÉGORY Denglos** : « Création de valeur, Risque de marché et gouvernance des entreprises », Revue des sciences de gestion, n° 213, mars 2005.
- ◆ **GREGORY Denglos** : « Le modèle de création de valeur », Revue des sciences de gestion, n° 213.
- ◆ **GUY Numa** : «Théorie de l'agence et concessions de chemins de fer français au 19ème siècle», Revue d'économie industrielle, n°125.
- ◆ **LORDON F** : « la création de valeur comme rhétorique et comme pratique », Revue CEPREMAP, Paris, 2000.
- ◆ **MARC Bertoneche** «Création de valeur et coût du capital», article publié le 14/03/2016 sur Les Echos BUSINESS.
- ◆ **MEDDEB Haithem** : «La théorie de la gouvernance d'entreprise», article publié en Aout 2012 (le monde des sciences.com).
- ◆ **MODIGLIANI et MILLER** « Taxe and the cost of capital », American economic review, 1963.
- ◆ **OLIVIER Colot, MÉLANIE Croquet** : « Les déterminants de la structure financière des entreprises belges », revue Reflets et perspectives de la vie économique, 2007/2 Tome XLVI.
- ◆ **OLIVIER G, RONAN M,** « le coût di capital », Rapport du groupe de travail CNIS, juillet 2015.
- ◆ **WILLIAMSON Olivier. E** «Corporate finance and corporate governance», Journal of Finance, V 43, 1988.

Thèse et Mémoire :

- ◆ **ASSOUS Nassima** : « l'impact des décisions financières sur la création de valeur au sein des entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger : cas de SAIDAL et L'E.G.H-AURASSI » ; thèse doctorat, l'université Mouloud Mammeri de TIZI-OUZOU, 2015.
- ◆ **BEN AMMAR, BEN YEDDER:** « Efficience, problèmes d'agence et création de valeur pour l'actionnaire au sein des banques », these de doctorates, University Paris Dauphine, December 2007.

- ◆ **BENABID Fadoua** : « création de valeur et évaluation de la performance financière », mémoire de master, Université Mohammed Premier Ouadjda, 2012.
- ◆ **BOUSSADIA Hichem** : «La gouvernance d'entreprise et le contrôle du dirigeant : cas de l'entreprise publique algérienne», Thèse de doctorat, Université ABOUBEKR BELKAID, Tlemcen, 2014.
- ◆ **DARINE Bakkour** : «Études et synthèse : Un essai de définition du concept de gouvernance», Mémoire master spécialité Économie Théorique et Appliquée, Décembre 2013.
- ◆ **IDIR Charief** : « modes de financement et gouvernement d'entreprise : une lecture de l'évolution du capitalisme français » Thèse de doctorat soutenue le 19/09/2002.
- ◆ **IKBEL Kerkeni** : «Vers un nouveau cadre d'analyse du gouvernement d'entreprise : la gouvernance des PME», mémoire de Mastère, Tunis, 2008.
- ◆ **JEAN Gervais Missie** : « Contribution à la mesure de la performance financière de l'entreprise et à son lien avec la création de valeur boursière », thèse de Doctorat (Tome 1), Université Paris (X) Nanterre, Juin 2008.
- ◆ **Salah Eddine KARTOBI** : « déterminants de la structure financière des entreprises marocaines », mémoire de master, l'université CADDI AYYAD, 2008.
- ◆ **Salah Eddine KARTOBI** : « Déterminants de la structure financière et réactions du marché boursier aux décisions de financement », thèse doctorat, l'université CADDI AYYAD, 2013.
- ◆ **SI AMER A, SIBEUR L** : « L'impact du choix de la structure financière sur le coût du capital d'une entreprise cotée en bourse », mémoire de master, l'université Mouloud Mammeri De Tizi-Ouzou, 2017.
- ◆ **YAZAMI Jaouad** : «Crédit-bail et financement des entreprises», mémoire de fin d'étude, Université d'Agadir, 2010.
- ◆ **YDRISS Ziane** : «Structure financière, relations bancaires de long terme et financement inter-entreprises des PME françaises», Thèse de doctorat, Université de PARISX-NANTERRE, Novembre2004.

Dictionnaire et encyclopédies :

- ◆ **CONSO .P, LAVAUD .R, COLASSE .B, FOUSSE. J-L** : « Dictionnaire de gestion financière », Dunod, Paris, 1986.
- ◆ **VERNIMMEN P** : « Politique financière de l'entreprise », Encyclopédie de gestion sous-direction de Yves Simon-Patrick Joffre, Economica, 1997.
- ◆ **YVES Bernard et COLI Jean- Claude** : « Dictionnaire économique et financier », Seuil, Paris, 1996.

Notes de cours :

- ◆ **L. FEKKAK** : « Chapitre II : modalités du choix de financement », cours de Gestion financière/ S5, publier sur le site www.cours-exercices.com .
- ◆ **PHILIPPE Gilet** : « Les différents modes de financement et la structure optimale de capital » cours d'université paris dauphine, publier sur le site www.crefige.dauphine.fr .

Site Web :

- ◆ https://theses.univlyon2.fr/documents/getpart.php?id=lyon2.2002.cherief_i&part=54258#Noteftn22.
- ◆ <https://www.centralcharts.com/fr/gm/1-apprendre/3-bourse/5-gestion-portefeuille/226-le-modele-du-medaf>.
- ◆ [Sites internet, documents et support de cours de la matière.](#)
- ◆ www.SGBV.dz.
- ◆ www.cosob.org.
- ◆ www.études-et-analyses.com«Théoriefinancière designalisation»,publiéMai2007.
- ◆ www.africmemoire.com/part.3-1-1-6-apports-des-théories-modernes-de-la-firme-736.html#_ftn7.
- ◆ www.edubourse.com/guide/Dividende,lerevenudel'investisseuràlongterme.
- ◆ www.edubourse.com/guide/GordonShapiro,uneméthodedevalorisationrapide
- ◆ www.wikiHow.com,commentcalculerlecoûtdeladette,



Liste des tableaux et des figures

Liste récapitulative des Tableaux, des figures, schémas et graphes

Désignation et Numérotation	Titres	Page
Tableaux :		
Tableau n° 01	Évaluation de l'action de SAIDAL	64
Tableau n° 02	Présentation des Principaux événements ayant marqué l'évolution du groupe SAIDAL pendant la période de 1963-2014	65
Tableau n°03	Calcul de coût des fonds propres pour les années 2017, 2018 et 2019	68
Tableau n°04	Calcul de coût du capital pour les années 2017, 2018 et 2019	69
Tableau n°05	Évolution de la structure financière des trois années 2017, 2018 et 2019	70
Tableau n°06	Le calcul du ROIC pour les années 2017, 2018 et 2019	73
Tableau n°07	Le calcul de L'EVA pour 2017, 2018 et 2019	74
Tableau n°08	Calcul de la capitalisation boursière pour les trois années 2017, 2018 et 2019	75
Tableau n°09	Appréciation de l'indice MVA pour les années 2017, 2018 et 2019	76
Figure :		
Figure n°01	Relation EVA & MVA	57
Figure n°02	Organigramme du groupe SAIDAL	63
Figure n°03	La structure financière de SAIDAL pour l'année 2017	70
Figure n°04	La structure financière de SAIDAL pour l'année 2018	71
Figure n°05	La structure financière de SAIDAL pour l'année 2019	71
Schémas :		
Schéma n°01	Les sources de financement des entreprises	22
Schéma n°02	Représentation du coût moyen pondéré du capital	42

Annexes

Annexe n°01 : bilan consolidé de groupe SAIDAL de l'année 2017



Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2017 – Actif –

Actif	Note	31/12/2017			31/12/2016
		Montants bruts	Amortissement ou provisions	Montants nets	
ACTIFS NON COURANTS					
Écart d'acquisition (ou goodwill)		115 414 200.00	0.00	115 414 200.00	115 414 200.00
Immobilisations incorporelles		211 701 398.37	198 057 547.42	13 643 850.95	16 879 626.76
Immobilisations corporelles		0.00	0.00	0.00	0.00
Terrains		10 383 338 837.77	0.00	10 383 338 837.77	10 383 338 837.77
Bâtiments		7 525 649 404.61	5 759 342 500.47	1 766 306 904.14	1 692 900 275.48
Autres immobilisations corporelles		15 441 341 953.87	14 089 777 801.58	1 351 564 152.29	1 299 353 290.89
Immobilisations en concession		280 023 210.00	3 661 722.62	276 361 487.38	277 770 251.06
Immobilisations en cours		13 501 512 857.53	0.00	13 501 512 857.53	11 189 299 772.01
Immobilisations financières		0.00	0.00	0.00	0.00
Titres mis en équivalences - entreprises associées		1 466 608 492.92	0.00	1 466 608 492.92	1 388 910 621.59
Autres participations et créances rattachées		691 518 175.00	60 980 880.06	630 537 294.94	632 578 120.03
Autres titres immobilisés		4 000 000 000.00	0.00	4 000 000 000.00	3 000 000 000.00
Prêts et autres actifs financiers non courants		157 814 646.73	0.00	157 814 646.73	154 332 649.23
Impôts différés actif		296 251 741.16	0.00	296 251 741.16	291 018 838.11
TOTAL ACTIFS NON COURANTS		54 071 174 917.96	20 111 820 452.15	33 959 354 465.81	30 441 796 482.93
ACTIFS COURANTS		0.00	0.00		
Stocks et encours		5 512 385 257.34	629 240 246.56	4 883 145 010.78	5 729 341 770.32
Créances et emplois assimilés		0.00	0.00	0.00	0.00
Clients		5 077 251 577.03	1 885 169 800.46	3 192 081 776.57	3 640 948 917.45
Autres débiteurs		1 357 995 866.76	377 579.41	1 357 618 287.35	1 255 089 406.58
Impôts		181 290 731.18	11 998 467.60	169 292 263.58	173 799 702.60
Autres actif courant		0.00	0.00	0.00	0.00
Disponibilités et assimilés		0.00	0.00	0.00	0.00
Placements et autres actifs financiers courants		18 559 989.19	0.00	18 559 989.19	18 559 989.19
Trésorerie		4 825 205 639.02	86 312 842.07	4 738 892 796.95	5 131 000 388.34
TOTAL ACTIFS COURANTS		16 972 689 060.52	2 613 098 936.10	14 359 590 124.42	15 948 740 174.48
TOTAL GENERAL ACTIF		71 043 863 978.48	22 724 919 388.25	48 318 944 590.23	46 390 536 657.41

Annexe n°02 : bilan consolidé de groupe SAIDAL de l'année 2017



Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2017 – Passif –

PASSIF	Note	31/12/2017	31/12/2016
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		2 500 000 000.00	2 500 000 000.00
Dotation de l'état		0.00	0.00
Autres fonds propres		8 721 856 492.20	8 721 856 492.20
Primes et réserves -(réserves consolidées)		12 991 033 164.36	12 861 813 853.88
Ecart de réévaluation		1 585 712 860.28	1 585 712 860.28
Écart d'équivalence		955 727 524.41	1 037 081 287.61
Résultat Net		1 376 295 647.88	1 509 161 605.06
Autres capitaux propres -report à nouveau		-1 080 714 611.43	-1 766 796 831.10
Intérêts minoritaires		881 619 980.04	1 015 179 929.35
TOTAL I		27 931 531 057.74	27 464 009 197.27
PASSIFS NON COURANTS		0.00	
Emprunts et dettes financières		10 894 562 658.08	8 973 229 626.56
Impôts (différés et provisionnés)		17 509 995.00	17 509 995.00
Autres dettes non courantes		1 059 992 788.80	1 061 401 552.48
Provisions et produits comptabilisés d'avance		1 346 632 170.47	1 345 087 321.65
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		13 318 697 612.35	11 397 228 495.69
PASSIFS COURANTS		0.00	
Fournisseurs et comptes rattachés		1 436 731 269.94	2 430 054 019.90
Impôts		726 697 526.43	776 153 641.37
Autres dettes		4 107 579 876.69	3 512 927 858.77
Trésorerie passif		797 707 247.08	810 163 444.41
TOTAL PASSIF COURANT III		7 068 715 920.14	7 529 298 964.45
TOTAL GENERAL PASSIF		48 318 944 590.23	46 390 536 657.41

Annexe n°03 : bilan consolidé de groupe SAIDAL de l'année 2018

2.1. Actif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM DA

ACTIF	31/12/2018			31/12/2017
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	115 414 200,00
Immobilisations incorporelles	378 857 436,59	239 123 450,08	139 733 986,51	13 643 850,95
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	2 391 687 791,42	0,00	2 391 687 791,42	10 383 338 837,77
Bâtiments	7 584 297 976,37	5 271 308 688,28	2 312 989 288,09	1 766 306 904,14
Autres immobilisations corporelles	18 277 440 502,83	14 301 350 363,06	3 976 090 139,77	1 351 564 152,29
Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	276 361 487,38
Immobilisations en cours	10 759 890 495,72	0,00	10 759 890 495,72	13 501 512 857,53
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 433 217 458,23	0,00	1 433 217 458,23	1 466 608 492,92
Autres participations et créances rattachées	685 893 175,00	462 033 246,90	223 859 928,10	630 537 294,94
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	0,00	3 000 000 000,00	4 000 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	152 869 240,73	0,00	152 869 240,73	157 814 646,73
Impôts différés actif	324 860 044,51	0,00	324 860 044,51	296 251 741,16
TOTAL ACTIF NON COURANT	45 104 428 321,40	20 273 815 748,32	24 830 612 573,08	33 959 354 465,81
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	6 956 065 304,74	667 793 354,53	6 288 271 950,21	4 883 145 010,78
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	5 578 018 586,28	1 897 005 360,67	3 681 013 225,61	3 192 081 776,57
Autres débiteurs	1 391 498 314,49	7 500,00	1 391 490 814,49	1 357 618 287,35
Impôts	240 704 481,51	11 998 830,46	228 705 651,05	169 292 263,58
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 218 125 424,65	82 435 666,36	3 135 689 758,29	4 738 892 796,95
TOTAL ACTIF COURANT	17 402 972 100,86	2 659 240 712,02	14 743 731 388,84	14 359 590 124,42
TOTAL GENERAL ACTIF	62 507 400 422,26	22 933 056 460,34	39 574 343 961,92	48 318 944 590,23

Annexe n°04 : bilan consolidé de groupe SAIDAL de l'année 2018

2.2. Passif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

PASSIF	31/12/2018	31/12/2017
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotation de l'état	0,00	0,00
Autres fonds propres	411 677 000,00	8 721 856 492,20
Primes et réserves -(réserves consolidées)	13 461 406 696,77	12 991 033 164,36
Ecart de réévaluation	1 272 192 408,65	1 585 712 860,28
Écart d'équivalence	1 016 986 928,55	955 727 524,41
Résultat Net	1 174 214 390,98	1 376 295 647,88
Autres capitaux propres -report à nouveau	-866 679 031,92	-1 080 714 611,43
Intérêts minoritaires	826 612 003,56	881 619 980,04
TOTAL I	19 796 410 396,58	27 931 531 057,74
PASSIF NON COURANT		
Emprunts et dettes financières	10 923 905 958,66	10 894 562 658,08
Impôts (différés et provisionnés)	19 887 217,01	17 509 995,00
Autres dettes non courantes	593 645 268,24	1 059 992 788,80
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 433 885 167,65	1 346 632 170,47
TOTAL PASSIF NON COURANT II	12 971 323 611,56	13 318 697 612,35
PASSIF COURANT		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 249 615 538,04	1 436 731 269,94
Impôts	201 334 246,61	726 697 526,43
Autres dettes	3 734 753 856,30	4 107 579 876,69
Trésorerie passif	620 906 312,83	797 707 247,08
TOTAL PASSIF COURANT III	6 806 609 953,78	7 068 715 920,14
TOTAL GENERAL PASSIF	39 574 343 961,92	48 318 944 590,23

Annexe n°05 : bilan consolidé de groupe SAIDAL de l'année 2019

ACTIF	31/12/19			31/12/18
	MONTANTS	AMORTS OU	MONTANTS	
	BRUTS	PROVISIONS	NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564.00		141 648 564.00	115 414 200.00
Immobilisations incorporelles	465 669 052.05	291 611 807.29	174 057 244.76	139 733 986.51
Immobilisations corporelles				
Terrains	3 805 721 423.42		3 805 721 423.42	2 391 687 791.42
Batiments	13 199 283 086.61	5 707 118 136.67	7 492 164 949.94	2 312 989 288.09
Autres immobilisations corporelles	20 621 201 809.67	14 989 073 641.21	5 632 128 168.46	3 976 090 139.77
Immobilisations en concession				
Immobilisations en cours	3 580 260 802.98		3 580 260 802.98	10 759 890 495.72
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 960 993 718.84		2 960 993 718.84	1 433 217 458.23
Autres participations et créances rattachées	102 167 575.00	53 407 519.13	48 760 055.87	223 859 928.10
Autres titres immobilisés	2 500 000 000.00		2 500 000 000.00	3 000 000 000.00
Prêts et autres actifs financiers non courants	107 512 187.56		107 512 187.56	152 869 240.73
Impôts différés actif	329 960 563.53		329 960 563.53	324 860 044.51
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	47 814 418 783.66	21 041 211 104.30	26 773 207 679.36	24 830 612 573.08
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	7 449 789 735.69	562 259 114.50	6 887 530 621.19	6 288 271 950.21
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 073 699 027.73	1 896 165 287.33	3 177 533 740.40	3 681 013 225.61
Autres débiteurs	1 436 866 591.79	7 500.00	1 436 859 091.79	1 391 490 814.49
Impôts	222 336 344.63		222 336 344.63	228 705 651.05
Autres actif courant				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989.19		18 559 989.19	18 559 989.19
Trésorerie	2 000 587 077.07	82 435 666.36	1 918 151 410.71	3 135 689 758.29
TOTAL ACTIFS COURANTS	16 201 838 766.10	2 540 867 568.19	13 660 971 197.91	14 743 731 388.84
TOTAL GENERAL ACTIF	64 016 257 549.76	23 582 078 672.49	40 434 178 877.27	39 574 343 961.92

Annexe n°06 : bilan consolidé de groupe SAIDAL de l'année 2019

PASSIF	31/12/2019	31/12/2018
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000.00	2 500 000 000.00
Dotation de l'état		
Autres fonds propres	411 677 000.00	411 677 000.00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	14 047 153 641.65	13 461 406 696.77
Ecart de réévaluation	2 686 777 592.57	1 272 192 408.65
Écart d'équivalence	1 905 284 336.88	1 016 986 928.55
Résultat Net	793 514 004.08	1 174 214 390.98
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 178 074 235.34	-866 679 031.92
Intérêts minoritaires	609 971 657.90	826 612 003.56
TOTAL I	21 776 278 416.42	19 796 410 396.58
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
Emprunts et dettes financières	10 403 266 267.81	10 923 905 958.66
Impôts (différés et provisionnés)	21 011 203.32	19 887 217.01
Autres dettes non courantes	593 645 268.24	593 645 268.24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 446 788 017.73	1 433 885 167.65
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	12 464 710 757.10	12 971 323 611.56
<u>PASSIFS COURANTS</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 556 885 668.31	2 249 615 538.04
Impôts	116 625 268.50	201 334 246.61
Autres dettes	3 708 972 235.69	3 734 753 856.30
Trésorerie passif	810 706 531.25	620 906 312.83
TOTAL PASSIF COURANT III	6 193 189 703.75	6 806 609 953.78
TOTAL GENERAL PASSIF	40 434 178 877.27	39 574 343 961.92

Annexe n°07 : TCR consolidé de groupe SAIDAL de l'année 2017



Tableau des comptes du résultat consolidé des filiales du Groupe et Participations Minoritaires au 31/12/2017 - TCR

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	Note	31/12/2017	31/12/2016
Chiffre d'affaires		10 265 897 771.06	10 223 411 484.28
Variation stocks produits finis et en cours		-558 329 961.16	265 663 623.51
Production immobilisée		0.00	0.00
Subvention d'exploitation		0.00	0.00
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		9 707 567 809.90	10 489 075 107.79
Achats consommés		-3 755 793 245.73	-3 663 777 474.24
Services extérieurs et autres consommations		-1 002 621 754.72	-928 780 089.72
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE		-4 758 415 000.45	-4 592 557 563.96
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)		4 949 152 809.45	5 896 517 543.83
Charges de personnel		-2 866 108 087.05	-3 023 474 168.42
Impôts, taxes et versements assimilés		-167 524 872.66	-173 817 524.53
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		1 915 519 849.74	2 699 225 850.88
Autres produits opérationnels		120 876 666.93	72 651 701.08
Autres charges opérationnelles		-58 405 988.66	-99 258 043.60
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur		-868 249 692.56	-1 299 102 638.36
Reprises sur pertes de valeurs et provisions		370 500 844.60	719 627 105.07
V - RESULTAT OPERATIONNEL		1 480 241 680.05	2 093 143 975.07
Produits financiers		163 571 611.87	183 271 195.24
Charges financières		-164 840 374.12	-177 710 456.40
VI - RESULTAT FINANCIER		-1 268 762.25	5 560 738.84
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)		1 478 972 917.80	2 098 704 713.91
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-277 583 318.00	-628 653 272.00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires		7 032 819.01	-96 986 328.41
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		10 362 516 933.30	11 464 625 109.18
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-9 168 160 152.51	-9 897 587 338.86
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		1 194 356 780.79	1 567 037 770.32
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		0.00	0.00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 194 356 780.79	1 567 037 770.32
Résultat minoritaires		85 189 898.58	4 426 500.76
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence		96 748 968.51	-62 302 666.02
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 376 295 647.88	1 509 161 605.06

Annexe n°08 : TCR consolidé de groupe SAIDAL de l'année 2018

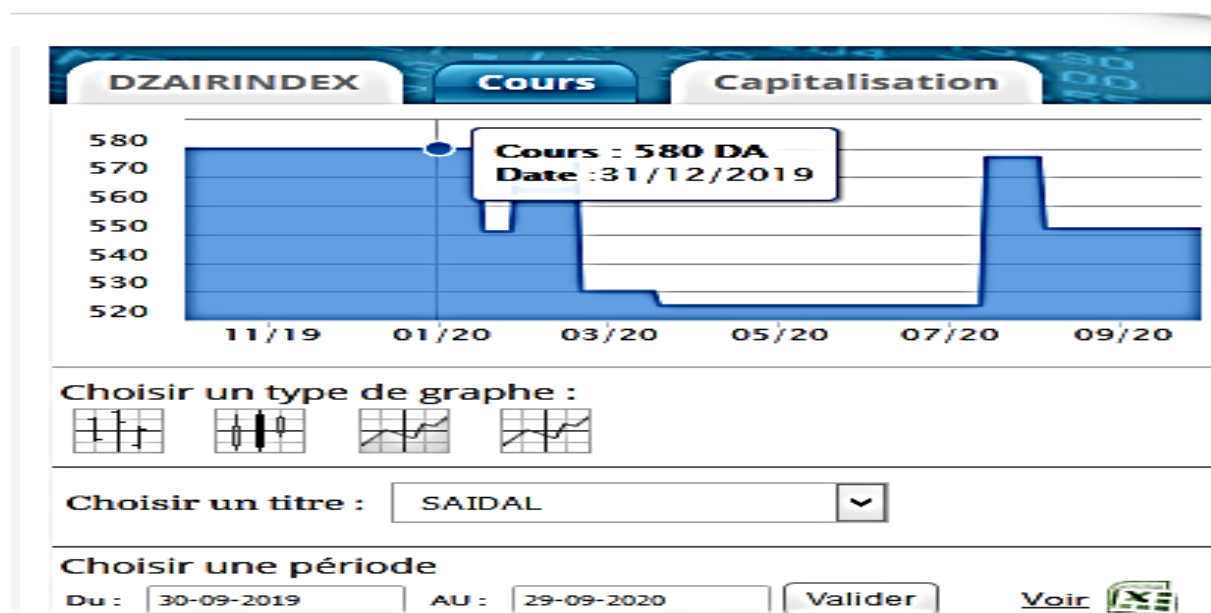
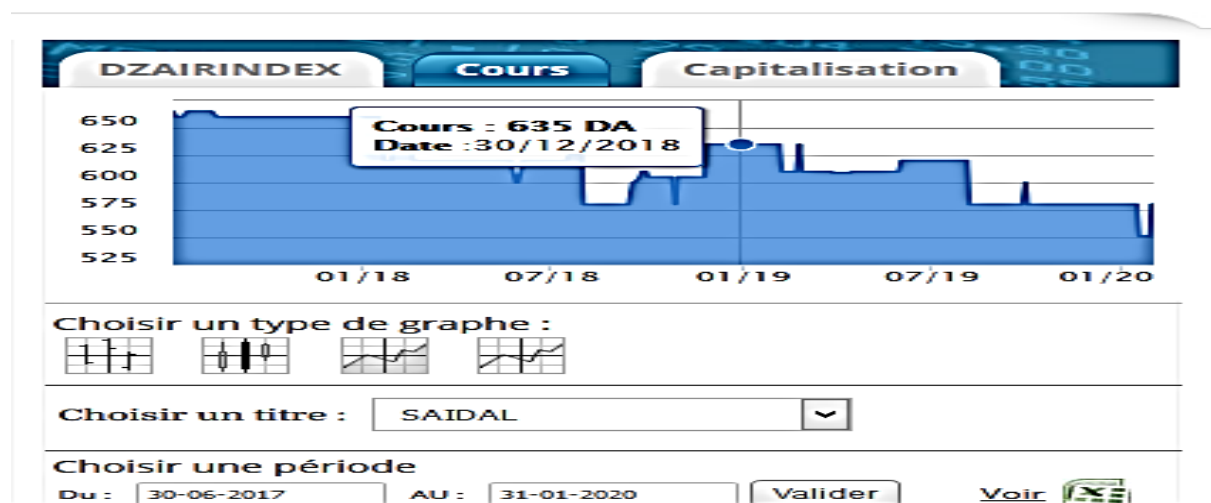
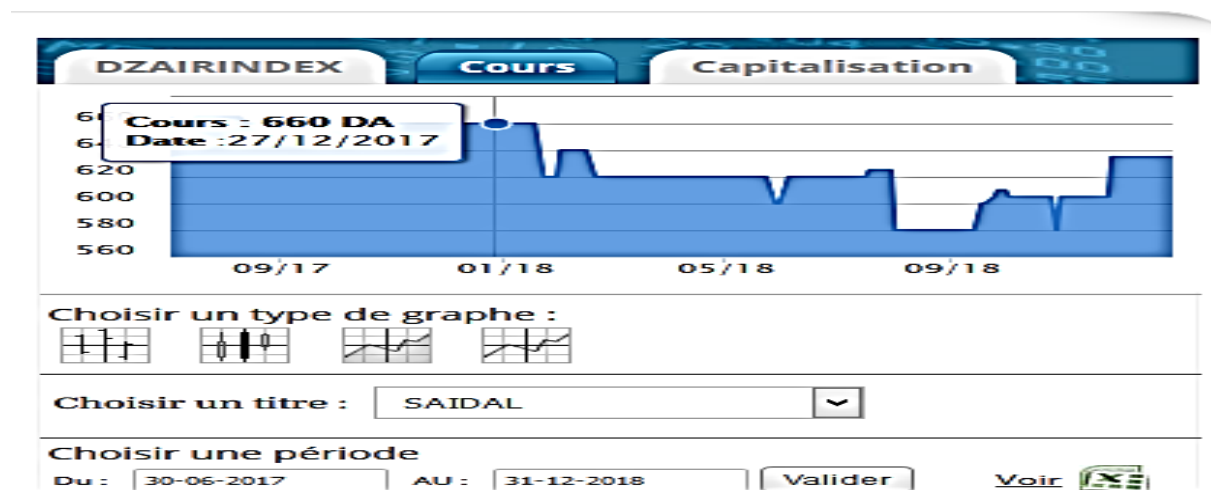
UM DA

TABEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2018	31/12/2017	R/O	Evol. 2018/2017
Chiffre d'affaires	10 317 577 775,54	10 265 897 771,06	88,10%	0,50%
Variation stocks produits finis et en cours	272 122 098,95	-558 329 961,16	52,76%	148,74%
Production immobilisée	0,00	0,00	/	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/	/
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 589 699 874,49	9 707 567 809,90	86,61%	9,09%
Achats consommés	-4 624 142 242,57	-3 755 793 245,73	109,60%	23,12%
Services extérieurs et autres consommations	-1 067 499 186,54	-1 002 621 754,72	100,13%	6,47%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 691 641 429,11	-4 758 415 000,45	107,69%	19,61%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	4 898 058 445,38	4 949 152 809,45	70,56%	-1,03%
Charges de personnel	-3 329 762 210,93	-2 866 108 087,05	104,82%	16,18%
Impôts, taxes et versements assimilés	-169 982 582,04	-167 524 872,66	94,54%	1,47%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 398 313 652,41	1 915 519 849,74	39,00%	-27,00%
Autres produits opérationnels	1 159 167 515,64	120 876 666,93	7418,71%	858,97%
Autres charges opérationnelles	-188 852 963,84	-58 405 988,66	319,38%	223,35%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 454 793 798,08	-868 249 692,56	89,39%	67,55%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	380 039 983,32	370 500 844,60	559,38%	2,57%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 293 874 389,45	1 480 241 680,05	65,27%	-12,59%
Produits financiers	200 013 164,65	163 571 611,87	199,85%	22,28%
Charges financières	-254 951 764,57	-164 840 374,12	194,88%	54,67%
VI - RESULTAT FINANCIER	-54 938 599,92	-1 268 762,25	178,72%	4230,09%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 238 935 789,53	1 478 972 917,80	63,48%	-16,23%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-127 206 062,00	-277 583 318,00	1180,37%	-54,17%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-21 232 781,46	7 032 819,01	571,46%	-401,91%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	12 328 920 538,10	10 362 516 933,30	99,34%	18,98%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 195 958 029,11	-9 168 160 152,51	106,98%	22,12%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 132 962 508,99	1 194 356 780,79	58,26%	-5,14%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00	/	/
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 132 962 508,99	1 194 356 780,79	58,26%	-5,14%
Résultats minoritaires	44 778 352,30	85 189 898,58	/	-47,44%
Part dans le Résultat des Sociétés mises en équivalence	-3 526 470,31	96 748 968,51	/	-103,64%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 174 214 390,98	1 376 295 647,88	60,38%	-14,68%

Annexe n°09 : TCR consolidé de groupe SAIDAL de l'année 2019

TABEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2019	31/12/2018
Chiffre d'affaires	9 392 750 935.10	10 317 577 775.54
Variation stocks produits finis et en cours	1 085 935 007.08	272 122 098.95
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 478 685 942.18	10 589 699 874.49
Achats consommés	-4 577 729 592.68	-4 624 142 242.57
Services extérieurs et autres consommations	-1 113 922 480.89	-1 067 499 186.54
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 691 652 073.57	-5 691 641 429.11
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	4 787 033 868.61	4 898 058 445.38
Charges de personnel	-3 514 951 683.35	-3 329 762 210.93
Impôts, taxes et versements assimilés	-154 310 399.06	-169 982 582.04
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 117 771 786.20	1 398 313 652.41
Autres produits opérationnels	687 941 345.57	1 159 167 515.64
Autres charges opérationnelles	-75 628 723.04	-188 852 963.84
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 399 508 839.03	-1 454 793 798.08
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	664 533 494.03	380 039 983.32
V - RESULTAT OPERATIONNEL	995 270 118.85	1 293 874 389.45
Produits financiers	152 968 301.58	200 013 164.65
Charges financières	-343 123 098.91	-254 951 764.57
VI - RESULTAT FINANCIER	-190 154 797.33	-54 938 599.92
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	805 954 266.41	1 238 935 789.53
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-77 823 533.00	-127 206 062.00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	5 579 922.73	-21 232 781.46
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	11 984 129 083.37	12 328 920 538.10
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 262 578 272.69	-11 195 958 029.11
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	721 550 810.68	1 132 962 508.99
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	721 550 810.68	1 132 962 508.99
Résultat minoritaires	19 736 411.44	44 778 352.30
part dans les Résultats nets des sociétés mises en équivalence	52 226 781.96	-3 526 470.31
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	793 514 004.08	1 174 214 390.98

Annexe n°10 : Cours boursier de groupe SAIDAL de l'année 2017,2018 et 2019



Annexe n°11 : Variation des taux des obligations assimilable au trésor public

Catégorie	Code bourse	Code ISIN	Cours d'introduction	Date émission	Date échéance	Encours 106 DZD	Coupon
O.A.T 7 ans	O070722	DZ0000020348	98.43	05/07/2015	05/07/2022	21 882,00	3.25 %
O.A.T 15 ans	O150730	DZ0000700363	90.50	15/07/2015	19/07/2030	31 590,00	4,00 %
O.A.T 10 ans	O100725	DZ0000700355	92.20	08/07/2015	12/07/2025	23 653,00	3.75 %
O.A.T 7 ans	O070124	DZ0000700371	95.50	18/01/2017	22/01/2024	953,00	4.00 %
O.A.T 10 ans	O101027	DZ0000700397	77.00	29/10/2017	29/10/2027	7 520,00	4.00 %
O.A.T 7 ans	O070125	DZ0000700405	89.29	14/01/2018	14/01/2025	23 152,00	5.00%
O.A.T 15 ans	O150233	DZ0000700421	87.24	25/02/2018	04/02/2033	22 100,00	6.50%
O.A.T 10 ans	O100128	DZ0000700413	88.69	21/01/2018	21/01/2028	21 300,00	5.75 %
O.A.T 10 ans	O100229	DZ0000700439	87.98	03/02/2019	03/02/2029	11 853,00	5.75 %
O.A.T 15 ans	O150434	DZ0000700454	87.538	17/04/2019	21/04/2034	17 593,00	6.50%
O.A.T 7 ans	O070326	DZ0000700447	89.725	06/03/2019	10/03/2026	19 486,00	5.00%
O.A.T 7 ans	O071026	DZ0000700462	89.725	02/10/2019	06/10/2026	22 880,00	5.00%
O.A.T 10 ans	O100230	DZ0000700470	88.074	19/02/2020	23/02/2030	6 563,00	5.75%
O.A.T 15 ans	O150435	DZ0000700488	87.550	22/04/2020	26/04/2035	2 937,00	6.5%
O.A.T 7 ans	O070727	DZ0000700496	89.721	01/07/2020	05/07/2027	14 924,00	5.00%

Source : <http://www.sgbv.dz/?page=oat&lang=fr>

Table des matières

Remerciement	I
Dédicaces	II
Liste des abréviations	III
Sommaire	V
Introduction générale	2
Chapitre 1 : Les fondements théoriques de lien entre la structure financière et le coût du capital.	7
Introduction	7
Section1 : L’apport des théories financières traditionnelles et modernes.	7
1 La thèse de la neutralité de la structure financière	8
1.1 Hypothèses de la thèse de neutralité	8
1.2 Démonstration de la thèse de neutralité	8
2 Remise en cause de la thèse de neutralité	10
3 L’apport de nouvelles théories financières	11
3.1 L’apport de la théorie d’agence de Jensen et Meckling 1976	11
3.2 L’apport de la théorie du signal de Majluf et Mayer 1984	12
3.3 L’apport de la théorie des coûts de transaction de Ronald Coase en 1988	13
4 L’émergence de la gouvernance d’entreprise	14
5 Les autres apports théoriques en matière de structure financière	15
5.1Théorie des préférences hiérarchisées de financement	16
5.2Théorie de Market Timing	17
Section 2 : Les déterminants des modes de financement	17
1 Les principales sources de financement des entreprises	17
1.1 Le financement par le fonds propres	18
1.1.1 Autofinancement	18
1.1.2 Augmentation du capital	18
1.1.3 Cession d’actif	18
1.2 Financement par endettement	19
1.2.1 Financement par emprunt bancaire indivis	19
1.2.2 Emprunt obligataire	19
1.2.3 Financement par Le crédit-bail et La cession –bail (lease back)	20
1.3 Le financement par quasi-fonds propres	21
1.3.1 Les titres participatifs	21
1.3.2 Les prêts participatifs	21
1.3.3 Les subventions d’investissement	21
1.3.4 Les comptes courants bloqués des associés	22
2 Le choix des sources de financement	23
2.1 Les contraintes du financement de l’entreprise	23

2.1.1 Les contraintes liées à la situation financière de l'entreprise.....	23
2.1.1.1 La règle de l'équilibre financier	23
2.1.1.2 L'évaluation du risque financier	24
2.1.1.3 Le coût du capital :.....	24
2.1.2 Les contraintes économiques	24
2.1.2.1 La taille :	24
2.1.2.2 L'état du marché financier	24
2.1.3 Les contraintes liées à l'environnement fiscal	25
2.2 Les critères de choix des modes de financement	25
2.2.1 Les facteurs explicatifs du choix de financement	25
2.2.1.1 La taille	26
2.2.1.2 Les taxes	26
2.2.1.3 Les avantages non liés à la dette	27
2.2.1.4 Les opportunités de croissance	27
2.2.1.5 La tangibilité de l'actif.....	27
2.2.1.6 La rentabilité et profitabilité.....	27
2.2.1.7 Le risque	28
2.2.2 Les critères justifiant l'importance des fonds propres par rapport aux dettes ..	28
2.2.3 L'importance de financement par dettes	29
Conclusion.....	29
Chapitre 2 : L'impact de coût du capital sur la création de la valeur.	32
Introduction	32
Section1 : L'estimation de coût du capital	32
1 Estimation des fonds propres	33
1.1 Par les méthodes actuarielles	33
1.1.1 Les dividendes et les plus-values	34
1.1.2 Modèle d'actualisation des dividendes de Gordon-Shapiro	34
1.1.3 Bénéfice par action et taux de capitalisation des capitaux propres	35
1.2 Par le MEDAF	36
1.2.1 Risque d'un actif financier.....	37
1.2.2 Le coefficient bêta.....	38
1.2.3 Critiques du MEDAF	38
2 Le coût généré par le financement externe	39
2.1 Le coût de financement par l'emprunt bancaire indivis	39
2.2 Le coût de financement par le crédit-bail.....	40
2.3 Le coût de financement par émission de titres de créances	40
3 Le coût de capital ou coût moyen pondéré du capital	41
Section 02 : L'impact de la structure financière et de coût du capital sur la création de valeur	43
1. L'apport de la structure financière et le coût des ressources à la valeur	43
1.1 Le coût du capital ; un élément essentiel pour la valeur	44

1.1.1 Le coût des fonds propres et la valeur de l'entreprise	45
1.1.2 La maîtrise de coût de la dette comme un moyen de création de richesse	45
1.2 La structure financière et la valeur	46
1.2.1 Rentabilité économique	47
1.2.2 Rentabilité financière	48
1.2.3 Effet de levier	49
2. Les indicateurs de mesures de création de valeur	49
2.1 L'EVA comme indicateur économique de la création de valeur	50
2.1.1 Précisions relatives aux composantes de l'EVA	51
2.1.1.1 Les capitaux investis	51
2.1.1.2 La rentabilité des capitaux investis	51
2.1.1.3 Le coût des investissements	52
2.1.2. Avantage de la méthode EVA	53
2.1.3 Les limites de la méthode EVA	54
2.1.3.1 Difficultés de la mesure	54
2.1.3.2 Le risque de court-termisme	54
2.2 La MVA comme indicateur externe de mesure de la création de valeur	55
2.2.1 Précisions relatives aux composantes de MVA	56
2.2.1.1 La capitalisation boursière	56
2.2.1.2 Capitaux investis	56
2.3 La relation EVA-MVA	57
Conclusion.....	58
Chapitre 03 : Cas de « SAIDAL » comme illustration des développements théoriques.....	60
Introduction	60
Section 01 : Présentation de l'organisme d'accueil (Le groupe industriel SAIDAL)	60
1 Les sites de production	60
1.1 Site de production de Dar El Beida.....	61
1.2 Site de production de Médéa.....	61
1.3 Site de production de Constantine.....	61
1.4 Site de production du Gué de Constantine	61
1.5 Site de production d'El-Harrach	62
1.6 Site de production de Cherchell	62
1.7 Site de production de Batna	62
1.8 Site de production d'Annaba.....	62
2 Les filiales	62
2.1 Filiale BIOTIC	62
2.2 Filiale PHARMAL :.....	62
2.3 Filiale ANTIBIOTIQUE (Médéa).....	62
3 L'organisation du Groupe SAIDAL.....	63
4 L'introduction de SAIDAL à la bourse d'Alger	63
4.1 Origine de l'opération	63

4.2 Les objectifs de l'introduction de SAIDAL en bourse.....	64
4.3 Évaluation de l'entreprise :	64
5 Principaux événements ayant marqué l'évolution du groupe SAIDAL.....	65
Section 02 : Analyse de l'incidence de coût de capital sur la structure financière et la création de valeur	66
1 Calcul du coût du capital de SAIDAL	67
1.1 Calcul préliminaires	67
1.1.1 Coût des fonds propres	67
1.1.2 Coût de la dette	68
1.2 Estimation de CMPC	69
2 Évolution de la structure financière	69
3 La mesure de création de valeur	72
3.1 Le choix des indicateurs de mesure	72
3.2 Calcul de l'EVA	72
3.3 Calcul de MVA	74
Section 03 : Discussion et analyse approfondie des résultats obtenus.....	76
1 Le coût du capital est le facteur clé du choix d'une structure financière d'une entreprise	76
2 La maîtrise du coût du capital mène l'entreprise à la création de valeur	79
Conclusion	81
Conclusion générale	83
Bibliographie	89
Liste des Tableaux et des figures	94
Annexes	96
Tables de matières.....	108

Résumé :

Le coût du capital est un concept qui peut être mis en œuvre dans des contextes et des environnements très différents. Il est devenu un sujet de tension permanent dans les organisations car, il joue un rôle important dans la détermination d'une bonne structure financière et contribue à la création de richesse. L'objet de cette recherche est d'étudier l'impact de coût de capital sur la structure financière et la création de valeur des entreprises cotées en bourse, en s'appuyant sur les indicateurs les plus utilisés par la communauté financière pour mesurer la création de valeur.

Mots clés : structure financière optimale, création/destruction de valeur, coût du capital, CMPC, EVA, MVA.

Summary:

The cost of capital is a concept that can be implemented in very different contexts and environments. It has become a permanent subject of tension in organizations because it plays an important role in determining a good financial structure and contributes to the creation of wealth. The purpose of this research is to study the impact of the cost of capital on the financial structure and the creation of value of listed companies, by relying on the indicators most used by the financial community to measure the creation of value.

Keywords: optimal financial structure, value creation / destruction, cost of capital, CMPC, EVA, MVA.