

RÉPUBLIQUE ALGÉRIENNE DÉMOCRATIQUE ET POPULAIRE

MINISTÈRE DE L'ENSEIGNEMENT SUPÉRIEUR ET DE LA  
RECHERCHE SCIENTIFIQUE



UNIVERSITÉ MOULOUD MAMMERRI DE TIZI-OUZOU



FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES,  
COMMERCIALES ET DES SCIENCES DE GESTION

DEPARTEMENT DES SCIENCES FINANCIERS ET COMPTABILITE

## Mémoire de fin de cycle

En vue de l'obtention du diplôme de Master en Sciences Financières et comptabilité

Spécialité : Finance de l'entreprise

Thème :

**Le lien entre la structure financière et la valeur de  
l'entreprise**

**Cas: EPE/SPA Electro-Industries**

**Réalisé par :**

GUEMAT Celia

HAMZI Alycia

**Encadré par :**

Mme ASSOUS Nassima

**Soutenu devant le jury composé de :**

**Président :** Mr ACHIR Mohamed

M/CB

UMMTO

**Examinatrice :** Mme MOUMOU Ouerdia

M/CB

UMMTO

**Rapporteur :** Mme ASSOUS Nassima

M/CB

UMMTO

Promotion : 2025

## *Remerciements*

Avant toute chose, nous remercions Dieu « Allah » notre Créateur, le Tout-Puissant et le Miséricordieux, de nous avoir accordé la santé, le courage, la patience, la volonté pour entreprendre et mener à bien ce travail.

Nous exprimons nos remerciements les plus sincères à notre promotrice, Mme ASSOUS Nassima, pour son encadrement, sa confiance, sa disponibilité inestimable et la qualité de ses conseils.

Nous tenons à remercier chaleureusement l'ensemble du personnel d'Electro-Industries pour leur accueil, leur collaboration et leur disponibilité tout au long de notre période de stage. Nous exprimons également notre gratitude à Mme SADOUN Hayet pour son accompagnement et son soutien.

Nous adressons nos sincères remerciements à l'ensemble des membres du jury pour leur aimable acceptation d'évaluer notre travail de recherche et de participer à notre soutenance.

Nos sentiments de gratitude s'adressent aussi à l'ensemble des enseignants de la faculté des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de Gestion de l'Université Mouloud MAMMERY de Tizi-Ouzou qui ont contribué à notre formation durant notre cursus.

Sans oublier nos parents, frères, sœurs, amis et toutes les personnes ayant contribué, de près ou de loin, à ce travail, nous leur témoignons toute notre reconnaissance pour leur soutien constant et leurs encouragements précieux.

## *Dédicace*

Du profond de mon cœur, je dédie ce travail

### *A ma merveilleuse mère*

Qui a toujours cru en moi et m'a encouragé à poursuivre mes rêves. Sans ton amour et ta foi en moi, je n'aurais jamais trouvé le courage d'aller aussi loin.

### *A mon cher père*

Tu as été la force silencieuse derrière chacun de mes pas, la lumière discrète qui a guidé mon chemin. Ce travail porte l'empreinte de tous les sacrifices que tu as consentis pour mon éducation et pour faire de moi la personne que je suis aujourd'hui.

### *A ma sœur adorée Katia*

Qui a été un modèle et une source d'inspiration pour moi, une présence lumineuse dans ma vie dont l'éclat continuera de briller éternellement dans mon cœur.

### *A ma chère sœur Manel*

Qui a toujours été mon pilier, ne cessant de m'écouter dans les moments difficiles, de me conseiller, d'encourager et de soutenir tout au long de mes études.

### *A mon frère Walid*

Qui me fait rire dans les moments où tout semble trop sérieux, celui qui par sa joie de vivre et son énergie débordante, rend chaque instant plus léger.

### *A toute ma famille*

Qui m'entoure de son amour profond et de sa vivacité, et particulièrement à Vava Mohand, dont l'affection et la sagesse continuent de m'accompagner, même après son départ, ainsi que Yemma Fadhema, dont la tendresse et la force m'inspirent chaque jour.

### *A mon binôme et ma copine Celia*

Que je remercie pour sa collaboration exemplaire, sa bonne entente et sa chaleureuse sympathie.

### *A ma copine Zohra*

Pour sa présence bienveillante, ses mots réconfortants et son soutien sans faille.

*Alycia*

## *Dédicace*

*Je dédie ce modeste travail :*

*À Mes chers parents, pour votre amour, votre tendresse, vos sacrifices et vos prières tout au long de mes études. Que Dieu vous garde et vous protège.*

*À Mon très cher frère Mouloud, pour votre soutien constant et tout ce que vous m'avez donné. Je ne cesserai jamais de vous remercier.*

*À Mes chères sœurs, Kahina et Ania, pour votre affection, votre soutien et vos précieux conseils, qui me seront toujours indispensables.*

*À Mes nièces, Wardia et Léa, pour votre joie de vivre et votre lumière au quotidien.*

*À la mémoire de mes grands-parents, dont votre sagesse et votre amour continuent de m'inspirer.*

*À Mes oncles et mes tantes, pour votre gentillesse, votre présence réconfortante et votre appui si précieux.*

*À Ma meilleure amie et mon binôme, Alycia, pour votre fidélité, vos encouragements et votre énergie inestimable. Je suis profondément reconnaissante de vous avoir à mes côtés, ainsi que votre famille.*

*À tous mes amis, pour votre présence, vos rires, et tous les merveilleux moments partagés que je n'oublierai jamais.*

*À une personne précieuse à mon cœur, merci d'être là, pour tout ce que tu m'apportes jour après jour, pour ta confiance, ta patience et ta présence qui comptent plus que tu ne le penses.*

*Celia*

# SOMMAIRE

**Remerciements**

**Dédicaces**

**Sommaire**

**Liste des abréviations**

**Listes des tableaux**

**Listes des figures**

**Introduction Générale .....1**

**Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise.....6**

Section 01 : L'apport des théories financières dans un contexte parfait.....7

Section 02 : L'apport des théories financières dans un contexte imparfait.....15

Section 03 : La structure financière et la politique de financement.....28

**Chapitre II : Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise.....49**

Section 01 : Les fondements de la valeur de l'entreprise.....51

Section 02 : Le coût du capital et sa relation avec la valeur de l'entreprise.....64

Section 03 : Les différents modes de financement et leur effet sur la valeur de l'entreprise.....73

**Chapitre III : Cas de l'entreprise Electro-Industries comme illustration des développements théoriques .....91**

Section 01 : Présentation et organisation de l'entreprise Electro-Industries .....92

Section 02 : Analyse de la structure financière de l'entreprise Electro-Industries .....100

Section 03 : Analyse de la valeur de l'entreprise Electro-Industries .....121

**Conclusion Générale .....135**

**Bibliographie.....139**

**Annexes**

**Tables des matières**

**Résumé**

### Liste des abréviations :

Abréviations	Significations
<b>BFR</b>	Besoin en Fonds de Roulement.
<b>BPA</b>	Bénéfice Par Action.
<b>BT</b>	Basse Tension.
<b>CA</b>	Chiffre d'affaires.
<b>CAF</b>	Capacité d'autofinancement.
<b>CAPM</b>	Capital Asset Pricing Model.
<b>CD</b>	Coût de la dette.
<b>Cft</b>	Flux de trésorerie net à la période t.
<b>CFROI</b>	Cash Flow Return On Investment.
<b>CMPC</b>	Coût Moyen Pondéré du Capital.
<b>CMPD</b>	Coût moyen pondéré des Dettes.
<b>Cov (Ri.Rm)</b>	Covariance entre la rentabilité de l'action et les rentabilités de l'indice de marché.
<b>CPP</b>	Concurrence Pure et Parfaite.
<b>D</b>	Dettes.
<b>D1</b>	Dividende constant annuel.
<b>D*i</b>	La valeur de l'avantage fiscal actualisé de la dette.
<b>DCT</b>	Dettes à Court Terme.
<b>DF</b>	Dettes financières.
<b>DLMT</b>	Dettes à Long et Moyen Terme.
<b>EBE</b>	Excédent Brut d'Exploitation.
<b>EI</b>	Electro-Industries.
<b>ENEL</b>	Entreprise Nationales des Industries Electro techniques.
<b>EPE</b>	Entreprise Publique Economique.
<b>E(Ri)</b>	Rentabilité espérée de l'actif financier.
<b>E(Rm)</b>	Rentabilité espérée du marché.
<b>EVA</b>	Economic Value Added.
<b>FP</b>	Fonds Propres.
<b>FR</b>	Fonds de Roulement.
<b>FRNG</b>	Fonds de Roulement Net Global.
<b>g</b>	Taux de croissance des dividendes.
<b>I</b>	Taux d'imposition corporatif.
<b>IBS</b>	Impôt sur les Bénéfices des Sociétés.
<b>I0</b>	Investissement initial.
<b>K</b>	Coût Moyen Pondéré du Capital.
<b>Kcp</b>	Coût des capitaux propres.
<b>Kd</b>	Cost of Debt.
<b>Kdf</b>	Coût des dettes financières.
<b>Ke</b>	Cost of Equity.
<b>Kfp</b>	Coût des fonds propres.

<b>M.M</b>	Modigliani et Miller.
<b>MDA</b>	Milliards de dinars algériens.
<b>MEDAF</b>	Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers.
<b>MT</b>	Moyenne Tension.
<b>MVA</b>	Market Value Added.
<b>n</b>	Durée de vie du projet.
<b>P</b>	Prix actuel de l'action.
<b>PBR</b>	Price to Book Ratio.
<b>PDG</b>	Président Directeur Général.
<b>PER</b>	Price Earning Ratio.
<b>Rf</b>	Taux de rentabilité de l'actif sans risque.
<b>ROE</b>	Return On Equity.
<b>ROI</b>	Return On Investment.
<b>SA</b>	Société Anonyme.
<b>SARL</b>	Société à Responsabilité Limitée.
<b>SPA</b>	Société Par Action.
<b>TN</b>	Trésorerie Nette.
<b>TPA</b>	Théorie positive de l'agence
<b>TSR</b>	Total Shareholder Return.
<b>TVA</b>	Taxe sur la Valeur Ajoutée.
<b>VA</b>	Valeur totale des actifs de l'entreprise A.
<b>VAN</b>	Valeur Actuelle Nette.
<b>VB</b>	Valeur totale des actifs de l'entreprise B.
<b>Var (Rm)</b>	Variance des rentabilités de l'indice de marché.
<b>VD</b>	Valeurs Disponibles.
<b>VE</b>	Valeurs d'Exploitation.
<b>VEE</b>	Valeur de l'Entreprise Endettée.
<b>VE NE</b>	Valeur de l'Entreprise Non Endettée.
<b>VI</b>	Valeurs Immobilisées.
<b>VL</b>	La valeur de la firme endettée.
<b>VR</b>	Valeurs Réalisables.
<b>VU</b>	La valeur de la firme non endettée.
<b>WACC</b>	Weighted Average Cost of Capital.
<b><math>\beta_i</math></b>	Coefficient du risque systématique du titre.

## Liste des tableaux :

<b>Tableau 1:</b> Exemple illustrant l'impact de la fiscalité sur deux entreprises : l'une sans dette et l'autre endettée. ....	12
<b>Tableau 2:</b> Les théories du marché parfait.....	14
<b>Tableau 3:</b> Les mécanismes pour aligner les intérêts entre dirigeants et actionnaires.....	18
<b>Tableau 4:</b> Les théories du marché imparfait.....	27
<b>Tableau 5:</b> Analyse des avantages et inconvénients des financements par emprunt et par capitaux propres. ....	88
<b>Tableau 6:</b> L'évolution de l'entreprise Electro-Industries dans le temps.....	93
<b>Tableau 7:</b> Composition du chiffre d'affaires d'Electro-Industries. ....	94
<b>Tableau 8:</b> Effectifs par catégorie socioprofessionnelle pour l'année 2021.....	94
<b>Tableau 9:</b> Présentation des principaux événements ayant marqué l'Electro-Industrie pendant la période 1999 – 2023. ....	95
<b>Tableau 10:</b> Fournisseurs étrangers d'Électro-Industries.....	97
<b>Tableau 11:</b> Concurrents Moteur.....	97
<b>Tableau 12:</b> Concurrents transformateurs.....	98
<b>Tableau 13:</b> Concurrents nationaux.....	98
<b>Tableau 14:</b> Bilans financiers « partie emplois » des exercices 2019/2020/2021. ....	101
<b>Tableau 15:</b> Bilans financiers « partie ressources » des exercices 2019/2020/2021.....	102
<b>Tableau 16:</b> Bilans en grande masse « partie emplois » des exercices 2019/2020/2021. ....	103
<b>Tableau 17:</b> Évolution de la partie emplois des exercices 2019 à 2021.....	103
<b>Tableau 18:</b> Évolution des éléments « partie emplois » des bilans en grande masse. ....	104
<b>Tableau 19:</b> Bilans en grande masse « partie ressources » des exercices 2019/2020/2021. .	105
<b>Tableau 20:</b> Évolution de la partie ressources des exercices 2019 à 2021. ....	105
<b>Tableau 21:</b> Evolution de la structure financière des trois (03) années 2019, 2020 et 2021. ....	107
<b>Tableau 22:</b> Calcul du fonds de roulement par le haut du bilan. ....	109
<b>Tableau 23:</b> Calcul du fonds de roulement par le bas du bilan. ....	110
<b>Tableau 24:</b> Calcul du besoin en fonds de roulement.....	111
<b>Tableau 25:</b> Calcul de la trésorerie nette. ....	112
<b>Tableau 26:</b> Calcul du ratio d'autonomie financière. ....	113
<b>Tableau 27:</b> Calcul du ratio d'indépendance financière. ....	113
<b>Tableau 28:</b> Calcul du ratio d'endettement net. ....	114
<b>Tableau 29:</b> Calcul du ratio de solvabilité. ....	115

<b>Tableau 30:</b> Calcul du ratio de financement des immobilisations par fonds propres. ....	115
<b>Tableau 31:</b> Calcul du ratio de financement des immobilisations par capitaux permanents. ....	116
<b>Tableau 32:</b> Calcul du ratio de liquidité générale. ....	117
<b>Tableau 33:</b> Calcul du ratio de liquidité réduite. ....	117
<b>Tableau 34:</b> Calcul du ratio de liquidité immédiate. ....	118
<b>Tableau 38:</b> Calcul de la CAF par la méthode soustractive. ....	119
<b>Tableau 39:</b> Calcul de la CAF par la méthode additive. ....	119
<b>Tableau 35:</b> Calcul de la rentabilité économique. ....	122
<b>Tableau 36:</b> Calcul de la rentabilité financière. ....	122
<b>Tableau 37:</b> Calcul de l'effet de levier. ....	123
<b>Tableau 40:</b> Calcul du CMPC d'Electro-Industries. ....	125
<b>Tableau 41:</b> Calcul de l'EVA pour les exercices 2019,2020 et 2021. ....	126
<b>Tableau 42:</b> Cash-flows nets estimés de 2023 à 2026. ....	128
<b>Tableau 43:</b> Calcul des cash-flows nets actualisés de 2023 à 2026. ....	128
<b>Tableau 44:</b> Calcul de la valeur actualisée nette. ....	129

## Liste des figures :

<b>Figure 1:</b> Graphique d'implication de la proposition M.M sans impôt.....	9
<b>Figure 2:</b> Graphique d'implication de la proposition MM avec impôt. ....	13
<b>Figure 3:</b> Hiérarchie des sources de financement selon la théorie de de financement hiérarchique.....	22
<b>Figure 4:</b> Schéma de la structure financière d'une entreprise.....	29
<b>Figure 5:</b> Gamme de valeurs possibles. ....	52
<b>Figure 6:</b> Les paramètres de création de valeur.....	56
<b>Figure 7:</b> Représentation du coût moyen pondéré du capital. ....	65
<b>Figure 8:</b> Méthodologie de calcul du coût moyen pondéré du capital.....	71
<b>Figure 9:</b> Classification des principales sources de financement d'une entreprise. ....	86
<b>Figure 10:</b> Clientèle d'Electro-Industries. ....	97
<b>Figure 11:</b> Organigramme générale de l'entreprise Electro-Industries. ....	99
<b>Figure 12:</b> Évolution des éléments « partie ressources » des bilans en grande masse. ....	105
<b>Figure 13:</b> La structure financière d'Electro-Industries pour l'année 2019.....	107
<b>Figure 14:</b> La structure financière d'Electro-Industries pour l'année 2020.....	107
<b>Figure 15:</b> La structure financière d'Electro-Industries pour l'année 2021.....	108
<b>Figure 16:</b> Evolution des ratios de liquidités d'Electro-Industries de 2019 à 2021. ....	118
<b>Figure 17:</b> Evolution de la capacité d'autofinancement d'Electro-Industries de 2019 à 2021. .....	120
<b>Figure 18:</b> Évolution du CMPC d'Electro-Industries entre 2019 et 2021. ....	126
<b>Figure 19:</b> Variation de L'EVA au cours des exercices 2019, 2020 et 2021.....	127



# **Introduction Générale**

### **Introduction générale :**

La finance, en tant que discipline fondamentale de l'économie, joue un rôle déterminant dans la gestion des ressources des entreprises et dans l'optimisation de leur performance. Elle englobe un ensemble de mécanismes complexes visant à orienter les décisions relatives à l'allocation des ressources financières, à la gestion des risques et à la maximisation de la valeur pour l'ensemble des parties prenantes. C'est donc à elle que revient la responsabilité de donner à l'entreprise l'opportunité et les moyens de se développer. Pour y parvenir, elle doit naviguer dans un environnement complexe, où ses choix stratégiques et financiers jouent un rôle crucial. Parmi ces choix, la gestion de la structure financière se révèle déterminante.

Toute entreprise exige une accumulation préalable des ressources de financement et l'organisation d'une capacité productive, plaçant ainsi l'activité au cœur de la circulation d'un ensemble des flux. La maîtrise de la logique de ce mouvement des flux se trouve à la base de la gestion financière de l'entreprise. Cette dernière est un outil efficace permettant aux dirigeants d'assurer la croissance de l'entreprise.

La structure financière d'une entreprise dépend principalement des contraintes financières liées à la nature de ses activités développées et de ses décisions stratégiques prises en matière d'investissement, d'exploitation et de financement.

Lorsqu'on parle de la structure financière de l'entreprise, on fait allusion à l'ensemble des ressources qui financent l'entreprise, qu'ils s'agissent des capitaux propres, des dettes à long terme, des dettes à court terme ou des ressources d'exploitation.

Pour assurer leur croissance, certaines sociétés s'endettent, d'autres émettent des actions ou puisent dans leur réserve d'autofinancement. En fait, les choix sont beaucoup plus complexes, tant au niveau de leur mise en œuvre qu'au niveau de leur conception théorique.

La mise en œuvre de projets rentables passe par un choix judicieux de financement. Ceci suppose de trouver la meilleure structure du capital. Cette structure est optimale lorsqu'elle permet de maximiser la valeur de la firme ou de minimiser les coûts.

La création de valeur doit faire partie intégrante de la stratégie de l'entreprise. Elle vise à accroître les profits tout en améliorant la satisfaction des clients, garantissant ainsi une relation équilibrée et durable. Au-delà des gains à court terme, elle repose sur une vision à long terme, mobilisant divers leviers pour assurer la pérennité de l'entreprise. En renforçant sa position face à la concurrence, elle devient un véritable atout pour sa croissance et son succès.

L'analyse des relations entre la structure du capital, le coût du capital et la valeur de la firme, initiée par Modigliani et Miller reste encore de nos jours le thème central de la théorie financière de l'entreprise.

La politique financière consiste à déterminer le cadre de référence des décisions financières en accord avec la politique générale de l'entreprise, elle permet de hiérarchiser les priorités, de sélectionner les décisions et de définir les objectifs. Cette politique va déterminer la configuration de la structure financière de l'entreprise.

Le choix d'une structure financière est l'une des principales décisions financières de l'entreprise. Avoir une structure financière optimale peut améliorer la performance, renforcer la flexibilité financière, réduire le coût du capital et par conséquent créer de la valeur.

### **La problématique :**

Depuis la fin des années 50, la théorie financière est préoccupée par la problématique de la valorisation de l'entreprise par la structure financière. En réponse à cette préoccupation, la structure financière a été étudiée dans le but d'analyser son rôle explicatif dans la détermination de la valeur de l'entreprise. La question qui sous-tend cette analyse est de savoir :

**Dans quelle mesure la structure financière influence-t-elle la valeur de l'entreprise, et comment les hypothèses du marché parfait et imparfait permettent-elles d'optimiser cette relation ?**

De cette question principale découle d'autres questions secondaires à savoir :

- Existe-t-il une structure financière optimale permettant de maximiser la valeur de l'entreprise ?
- En quoi consiste l'analyse de la structure financière ?
- En quoi les théories du marché imparfait apportent-elles une nouvelle vision sur cette relation ?
- Quelles sont les différentes modalités de financement disponibles pour les entreprises ?

### **Hypothèses de recherche :**

Toute ressource financière mobilisée par l'entreprise engendre un coût, qu'il s'agisse de fonds propres ou de dettes, il est important pour celle-ci d'opter pour une structure financière appropriée. La manière dont l'entreprise finance ses activités influence directement sa valeur, car une structure financière bien pensée permet d'optimiser son coût de financement et son rendement global. Cela nous amène à formuler notre première hypothèse :

**Hypothèse 01 : La structure financière a un impact sur la valeur de l'entreprise.**

Par ailleurs, une entreprise ne peut maximiser sa valeur sans un choix stratégique de sa structure financière. Une combinaison équilibrée de financement interne et externe peut réduire le coût du capital et améliorer la rentabilité, ce qui favorise la création de valeur. D'où notre deuxième hypothèse :

**Hypothèse 02 : La maximisation de la valeur de l'entreprise repose sur le choix d'une structure financière optimale.**

### **Objectifs de la recherche :**

Dans le cadre de notre travail de recherche, nous avons formulé deux hypothèses visant à analyser l'impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise. Notre objectif est de démontrer, à travers une étude bibliographique et une analyse pratique, que la structure financière joue un rôle déterminant dans la valorisation de l'entreprise et la relation entre ces deux éléments. En particulier, nous chercherons à montrer qu'un choix optimal de financement permet de maximiser la valeur de l'entreprise. En somme, notre démarche vise à apporter des réponses argumentées aux questionnements soulevés.

### **Intérêt et choix de thème :**

Le choix du thème « Le lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise » s'aligne parfaitement avec notre spécialité en finance d'entreprise et reflète notre volonté de relier la théorie à la pratique. Ce sujet constitue une réelle opportunité de mobiliser les connaissances acquises tout au long de notre formation et de les appliquer dans un cadre concret.

Il répond également à nos aspirations professionnelles, puisqu'il touche directement au domaine dans lequel nous souhaitons évoluer. Par ailleurs, ce thème suscite depuis longtemps l'intérêt des chercheurs et des professionnels de la finance, ce qui renforce sa pertinence académique et pratique.

Ce sujet présente un intérêt particulier dans le contexte du secteur public, où la structure financière représente un levier stratégique essentiel. Elle influence directement la valeur de l'entreprise, sa capacité à financer ses missions, à assurer sa pérennité et à optimiser la gestion des ressources, dans un environnement souvent contraint par des objectifs économiques et sociaux.

### **Moyens d'investigation :**

Dans le cadre de ce travail, nous avons préconisé les méthodes techniques scientifiques ci-après :

- **Recherche théorique :** dans le but d'expliquer et de mettre en valeur le cadre théorique de notre objet d'étude. Elle est basée sur la consultation documentaire, en utilisant des ouvrages, des articles et des sites internet.
- **Recherche empirique :** à travers un stage pratique au niveau de l'entreprise Electro-Industrie d'Azazga. Il s'agit principalement de collecter, observer, et interpréter l'évolution des données financières (les bilans, les comptes de résultats, etc) de cette entreprise durant une période allant de 2019 à 2021.

### **La structuration du travail de recherche :**

Dans le but d'atteindre les objectifs fixés et d'apporter des réponses pertinentes à la problématique posée, notre travail s'articule autour de trois chapitres principaux, chacun jouant un rôle complémentaire dans la compréhension du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise. Notre démarche repose sur un plan cohérent, construit à partir d'une revue de la littérature permettant de développer les notions de base, et enrichi par un cadre pratique visant à relier les aspects théoriques à leur application concrète.

Le premier chapitre traite des fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise, en présentant les approches fondées sur les hypothèses du marché parfait et imparfait.

Le deuxième chapitre analyse l'effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise.

Enfin, le troisième chapitre est consacré à une étude de cas de l'entreprise Électro-Industries, illustrant concrètement les apports théoriques abordés précédemment.



**Chapitre I :**

**Fondements théoriques du lien entre la structure  
financière et la valeur de l'entreprise**

## **Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise**

---

---

### **Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise.**

#### **Introduction :**

L'entreprise peut être perçue comme un ensemble de projets d'investissement financés par diverses sources de capitaux. Tout au long de son cycle de vie, elle est amenée à prendre trois décisions financières majeures : l'investissement, le financement et la répartition des bénéfices.

La source de financement revêt une importance particulière car elle influence directement la rentabilité, la pérennité et la richesse de l'entreprise. La maximisation de la richesse pour les actionnaires apparaît comme une nécessité pour toutes entreprises. Or, pour y arriver, il faut créer de la valeur, car c'est ce qui permet en réalité d'enrichir les actionnaires. Ainsi, l'entreprise pour financer ses activités à besoin d'un certain niveau de ressources qui selon la théorie financière doit être optimal de sorte à maximiser la valeur de l'entreprise. Dans cette optique, la valeur de l'entreprise apparaît comme la résultante d'une décision financière, notamment le choix d'une structure financière.

Modigliani et Miller (1958) sont les premiers à approfondir la réflexion sur la structure financière. Ils concluent que celle-ci est neutre vis-à-vis de la valeur de l'entreprise. Toutefois, en intégrant la fiscalité (1963), ils affirment qu'un endettement maximal permet d'optimiser cette valeur. Par la suite, d'autres théories ont remis en question leurs hypothèses, cette remise en cause progressive a conduit à l'émergence de nouvelles théories explicatives des déterminants de la structure financière, parmi lesquelles : La théorie d'agence, la théorie du signal, la théorie de financement hiérarchique et la théorie des coûts de transaction.

Dans le cadre de ce chapitre, nous l'avons divisé en trois sections, dans les deux premières sections nous présenterons les apports théoriques du marché parfait et imparfait sur le lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise. La dernière section abordera quant à elle la structure financière et la politique de financement.

# Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

---

---

## Section 1 : L'apport des théories financières dans un contexte parfait.

Les théories financières ont énormément influencé l'étude des choix de financement dans un marché parfait. Parmi les plus influentes, les théories de Modigliani et Miller (1958 et 1963) ont établi les bases d'une réflexion cohérente sur le lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise.

Le premier modèle soutient que la structure financière de l'entreprise est neutre, c'est-à-dire qu'elle n'a aucun impact sur sa valeur. Cependant, ce modèle a été discuté, ce qui a conduit ces économistes à revoir leur position dans un deuxième article publié en 1963. Cette révision a donné naissance à une seconde théorie affirmant que la structure financière de l'entreprise influence sa valeur, notamment en prenant en compte l'impact de la fiscalité.

Dans cette section, nous allons expliquer les principes de ces deux théories et leur portée dans un cadre théorique idéal.

### 1. La théorie de décision de financement de Modigliani et Miller avec ou sans fiscalité :

La théorie de Modigliani et Miller est un fondement essentiel de la finance d'entreprise moderne, introduite par Franco Modigliani et Merton Miller dans les années 1950 et 1960. Elle se compose principalement de deux théorèmes qui traitent de la structure financière des entreprises et de son impact sur leur valeur.

Modigliani et Miller ont été les premiers à mener une réflexion plus approfondie en matière de structure financière. En 1958, ces auteurs concluent à la neutralité de la structure financière à l'égard de la valeur. La prise en compte de la fiscalité, conduit Modigliani et Miller (1963) à affirmer qu'un endettement maximum conduit à la maximisation de la valeur de l'entreprise.

➤ Le modèle de Modigliani et Miller repose sur les hypothèses suivantes :

- Les marchés financiers sont parfaits.
- Les investisseurs ont des comportements rationnels, ils disposent de toute l'information sans coûts et ils peuvent s'endetter ou prêter au même taux que les entreprises.
- Absence de coûts de transaction.
- Absence d'impôt, et dans le second modèle, seul l'impôt sur les bénéfices est pris en compte,
- Les bénéfices sont intégralement distribués.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

---

---

Ces deux auteurs ont d'abord démontré que dans un monde sans fiscalité, la valeur de l'entreprise est indépendante de sa structure financière. Ayant introduit la fiscalité, ils démontrent alors que la valeur de l'entreprise croît avec son endettement.

### 1.1 La théorie de Modigliani et Miller en absence d'impôt 1958 (La thèse de la neutralité de la structure financière) :

Les entreprises disposent de deux sources de financement externe : les fonds propres (émission d'actions) et la dette (emprunt bancaire ou émission d'obligations). Le choix entre ces deux modes de financement influence-t-il la valeur de l'entreprise, ou, autrement dit, la structure financière de l'entreprise importe-t-elle ? Jusqu'en 1958, cette question n'était traitée que de façon ad hoc, sur la base de considérations empiriques. Modigliani et Miller lui apportent une réponse formelle qui marque le début d'une véritable théorie financière de l'entreprise.

Ce qu'il est convenu d'appeler le premier théorème de Modigliani-Miller peut s'énoncer comme suit : en l'absence d'impôts, de coûts de transaction, de coûts de faillite, et si les marchés financiers sont parfaits, il n'existe aucun lien entre la structure financière de l'entreprise et sa valeur. Ce théorème repose sur un argument d'arbitrage : deux actifs de mêmes caractéristiques doivent avoir le même rendement.<sup>1</sup>

Le théorème de Modigliani et Miller dit que la valeur de l'entreprise dépend uniquement de la valeur de ses actifs, « **La structure financière n'a aucun effet sur la valeur de l'entreprise et sur son coût du capital** ».

#### 1.1.1 Démonstration de la thèse de neutralité :

Supposant deux firmes A et B, ces deux firmes diffèrent seulement dans leur structure financière : A est financée à 100 % par ses actionnaires, alors que B est financée par ses actionnaires mais aussi par de la dette (elle a emprunté de l'argent). Ces deux firmes ont en outre le même revenu d'exploitation notée X.

Si un investisseur veut acheter 1 % de l'une de ces entreprises, il peut choisir deux stratégies :

- **Acheter 1 % des actions de A** → il paie  $0,01 \times FPA$  et possède  $0,01 \times VA$  (valeur totale des actifs de A).

---

<sup>1</sup> THE COST OF CAPITAL, CORPORATION FINANCE AND THE THEORY OF INVESTMENT, F. Modigliani et M. Miller, Consulté le 01/03/2025 : <https://www.universalis.fr/encyclopedie/the-cost-of-capital-corporation-finance-and-the-theory-of-investment/>

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

- Acheter 1 % des actions de B + 1 % de la dette de B → il paie  $0,01 \times FPB + 0,01 \times DB$  et possède  $0,01 \times VB$  (valeur totale des actifs de B).
- Comparaison des gains :
  - Dans l'entreprise A : il reçoit  $0,01X$  (1 % des bénéfices de A).
  - Dans l'entreprise B : il reçoit  $1(X - 1\% CD + 1\% CD) = 0,01X - 0,01CD + 0,01CD = 0,01X$  (1 % des bénéfices de B).

En tant qu'actionnaire, il gagne  $0,01(X - CD)$ , car il faut payer les intérêts de la dette, mais comme il détient aussi 1 % de la dette, il récupère  $0,01 CD$  (les intérêts payés sur la dette).

Au final, son gain total est  $0,01X$ , soit le même que pour A.

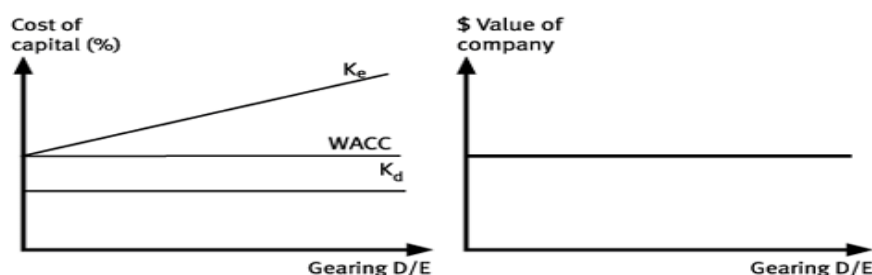
### 1.1.2 Résultat de l'hypothèse de neutralité :

Les deux investissements ont les mêmes gains et logiquement doivent rapporter la même valeur. Donc l'investisseur n'a aucune raison de valoriser différemment les deux entreprises puisqu'elles lui procurent le même revenu.

Tant que les hypothèses du modèle sont respectées : absence de fiscalité, de coûts de faillite et marchés parfaits, la structure financière d'une entreprise n'influence pas sa valeur. Que son financement repose sur la dette ou sur les fonds propres, sa valorisation reste identique, car les gains générés restent équivalents.

$$VEE = VENE$$

Figure 1: Graphique d'implication de la proposition M.M sans impôt.



**Source** : SSADOUNI Saas et HABBANI Souad, « ANALYSE THÉORIQUE DE L'INFLUENCE DE LA STRUCTURE FINANCIÈRE SUR LA PERFORMANCE DES ENTREPRISES », International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics – IJAFAME, Volume 5, Issue 10, Publié Octobre 2024, Page 1199.

Avec :

**Ke** (coût des fonds propres) ; **Kd** (coût de la dette) ; **WACC** (coût moyen pondéré du capital); **cost of capital** (Coût du capital en pourcentage) ; **value of company** (Valeur de l'entreprise).

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

---

- Coût des fonds propres : Augmente avec l'endettement. Cela signifie que plus l'entreprise s'endette, plus les actionnaires demandent un rendement élevé, car le risque financier augmente.
- Coût de la dette : Reste constant, supposant que l'entreprise peut emprunter à un taux stable.
- Coût moyen pondéré du capital : Reste constant. Cela traduit l'idée clé de M et M sans impôts : la structure du capital n'affecte pas le coût global du capital.
- On voit que la valeur de l'entreprise reste constante, quel que soit le niveau d'endettement. Cela reflète la première proposition de M et M sans impôts, qui affirme que la valeur d'une entreprise est indépendante de sa structure du capital.

### 1.2 La théorie de Modigliani et Miller en présence d'impôt 1963 (Principe de non neutralité de la structure financière)

Après la thèse de neutralité de la structure financière à l'égard de la valeur en 1958, Modigliani et Miller (1963) prennent en compte la fiscalité qui est considérée comme la principale imperfection perturbant l'équilibre financier dans un marché de concurrence pure et parfaite et montrent qu'un endettement maximum de l'entreprise conduit à la maximisation de sa valeur. Cependant, un endettement exagéré entraîne des coûts de faillites qui réduisent la valeur de l'entreprise.

L'hypothèse d'absence de coûts de faillite implique que les créanciers de l'entreprise sont rémunérés au taux sans risque. Cette hypothèse est rejetée, il est nécessaire de considérer la probabilité que l'entreprise réalise un flux d'activité ne permettant pas d'honorer le remboursement 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 exigent une rémunération proportionnelle.<sup>2</sup>

#### ➤ Les critiques du théorème de neutralité de Modigliani et Miller :

- Impact de la fiscalité : Elle ne prend pas en compte les avantages fiscaux de la dette, comme la déductibilité des intérêts, qui réduit son coût réel.
- Coûts de faillite : Un endettement excessif augmente le risque de faillite, entraînant des frais juridiques, une perte de réputation et des pertes pour les actionnaires.

---

<sup>2</sup> Ydriss ZIANE, « Structure financière, relations bancaires de long terme et financement inter-entreprises des PME françaises », Thèse de doctorat, Université de PARISX-NANTERRE, Novembre 2004, Page 25.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

- Asymétrie d'information : Contrairement à l'hypothèse d'un marché parfait, des problèmes d'aléa moral et de sélection adverse influencent la structure du capital.
- Effet de signal : Le choix entre dette et fonds propres envoie un message aux investisseurs sur la solidité financière de l'entreprise.

Modigliani et Miller (1963) ont révisé leurs conclusions en tenant compte de l'IBS (Impôt sur les Bénéfices des Sociétés) afin d'analyser son impact sur la structure du capital. Ils montrent que, dans un environnement où seules les entreprises sont soumises à l'impôt et en l'absence d'imposition personnelle, l'endettement devient une stratégie avantageuse. Grâce à la déductibilité fiscale des intérêts de la dette, l'entreprise réduit son montant imposable et réalise ainsi des économies d'impôts. Par conséquent, la valeur d'une entreprise endettée est égale à celle d'une entreprise non endettée, augmentée du montant des économies d'impôts générées par cette déduction.

Cette proposition peut être exprimée par l'égalité suivante :<sup>3</sup>

$$VL = VU + (D * i)$$

Avec :

- **VL** : la valeur de la firme endettée ;
- **VU** : la valeur de la firme non endettée ;
- **i** : le taux d'imposition corporatif (IBS) ;
- **(D \* i)** : la valeur de l'avantage fiscal actualisé de la dette.

### 1.2.1 Démonstration de théorème Modigliani et Miller en présence d'imposition.

Considérons deux (02) entreprises parfaitement identiques sauf en ce qui concerne leurs structures de financement :

-Entreprise A : fonds propres= 2 000 000 DA ; Dettes= 0

-Entreprise B : fonds propres= 1 000 000,00 DA ; Dettes= 1 000 000,00 DA ; Coût de la dette (taux d'intérêt) = 6%

Etant identiques, ces 02 entreprises ont le même bénéfice avant intérêt et impôt soit 3 000 000,00 DA.

IBS= 25%

<sup>3</sup> Charreaux.G, « Finance d'entreprise », Edition ems, 3eme édition, France, 2014, Page 136.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

**Tableau 1:** Exemple illustrant l'impact de la fiscalité sur deux entreprises : l'une sans dette et l'autre endettée.

Désignation	Entreprise A	Entreprise B
Fonds propre	2 000 000	1 000 000
Dettes	0	1 000 000
Bénéfice avant intérêt et impôt	3 000 000	3 000 000
Taux d'intérêt (coût de la dette)	0	6%
Charges financières	0	60 000
Résultat avant impôt	3 000 000	2 940 000
IBS (25)	(750 000)	(735 000)
Résultat net	2 250 000	2 205 000
Rentabilité financière	112.5%	220.5%
$\frac{\text{Résultat net}}{\text{Fonds propres}} * 100$		

**Source :** ASSOUS Nassima, « cours de politique financière », M1, UMMTO, 2023.<sup>4</sup>

### Comparaison des gains :

- Entreprise(A) :
  - ✓ Pour 1DA investi, l'actionnaire aura 112,5%.
  - ✓ L'entreprise a payé 750 000,00 DA d'impôt.
  - ✓ Valeur de l'entreprise A est de 2 250 000,00 DA
- Entreprise (B) :
  - ✓ Pour 1DA investi, l'actionnaire aura 220.5%.
  - ✓ L'entreprise a payé 735 000,00 DA d'impôt
  - ✓ L'entreprise B, ayant recours à la dette, bénéficie d'une réduction d'impôt de 15 000 soit (750 000 – 735 000) grâce à la déduction des intérêts. Cette économie d'impôt réduit le coût réel de l'endettement, rendant l'emprunt plus attractif.
  - ✓ Valeur de l'entreprise B est de 2 265 000,00 DA (2 205 000 +60 000), Cette économie d'impôt de 15 000 DA (comme vu précédemment) améliore la valeur globale de l'entreprise.

Donc :

$2\,265\,000 = 2\,205\,000 + 60\,000$

⇒

$VL = VU + (D * i)$

<sup>4</sup> ASSOUS Nassima, « Cours de politique financière », Master 1, UMMTO, 2023.

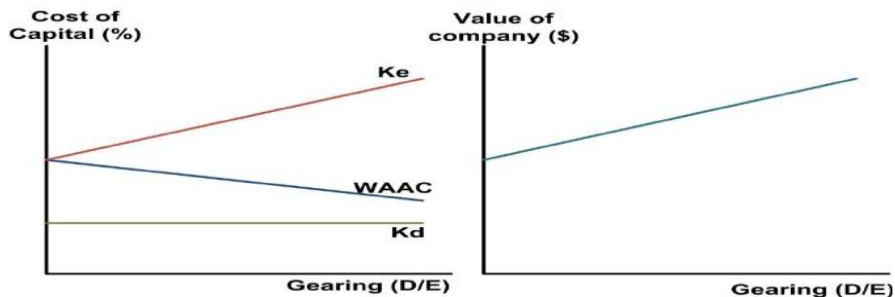
## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

### 1.2.2 Synthèse du théorème de Modigliani et Miller (1963) :

Avec cette intégration de la fiscalité, Modigliani et Miller ont démontré que la valeur de l'entreprise endettée est égale à la valeur de l'entreprise non endettée, majorée de la valeur actuelle des économies d'impôts liées à la déductibilité fiscale des intérêts de la dette. Cela signifie que l'endettement peut augmenter la valeur de l'entreprise en raison des avantages fiscaux associés.

En tenant compte de la fiscalité et des coûts de faillite, il apparaît que si l'endettement contribue à l'augmentation de la valeur de l'entreprise, une dette excessive peut, au contraire, la réduire. En effet, au fur et à mesure que le niveau d'endettement augmente, le risque de faillite s'accroît, ce qui peut annuler les avantages fiscaux liés à la déductibilité des intérêts. Dans cette perspective, Altman (1984) souligne que les coûts de faillite représentent généralement 20 % de la valeur de l'entreprise juste avant sa faillite.

**Figure 2:** Graphique d'implication de la proposition MM avec impôt.



**Source :** SSADOUNI Saas et HABBANI Souad, « ANALYSE THÉORIQUE DE L'INFLUENCE DE LA STRUCTURE FINANCIÈRE SUR LA PERFORMANCE DES ENTREPRISES », International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics – IJAFAME, Volume 5, Issue 10, Publié Octobre 2024, Page 1199.

- Coût des fonds propres : Augmente avec l'endettement, comme dans le modèle sans impôts. Plus il y a de dette, plus le risque financier augmente, donc les actionnaires exigent un rendement plus élevé.
- Coût de la dette : Reste constant.
- Coût moyen pondéré du capital : Diminue avec l'endettement. Cela s'explique par l'avantage fiscal de la dette, les intérêts sur la dette sont déductibles d'impôt, ce qui réduit le coût effectif du capital. En conséquence, plus l'entreprise utilise la dette, plus son coût moyen du capital baisse.
- La valeur de l'entreprise augmente avec l'endettement.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

### ➤ Synthèse des principales théories du marché parfait :

Le tableau suivant récapitule les principales théories de la structure financière dans un marché parfait ;

**Tableau 2:** Les théories du marché parfait.

<b>Théories</b>	<b>Auteurs</b>	<b>Principes</b>
Théorie de neutralité de la structure financière de Modigliani et Miller (1958)	Modigliani et Miller	Dans un marché parfait, sans impôt ni coût de transaction, la valeur de l'entreprise est indépendante de sa structure de financement.
Théorie de non-neutralité de la structure financière de Modigliani et Miller (1963)	Modigliani et Miller	Avec l'introduction de l'impôt, l'endettement augmente la valeur de l'entreprise grâce à l'économie d'impôt liée à la déductibilité des intérêts.

**Source :** Élaboré par nous-mêmes à partir des recherches effectuées.

Dans un marché parfait, la théorie de Modigliani et Miller de 1958 soutient que la structure du capital n'influence pas la valeur d'une entreprise. Ce principe de neutralité, selon lequel les choix de financement n'ont aucun impact sur la rentabilité ou la valeur d'une société, a constitué un modèle de référence majeur pour les économistes. Cependant, en 1963, Modigliani et Miller ont ajusté cette position en introduisant le concept de non-neutralité, prenant en compte les imperfections du marché telles que les impôts, les coûts de faillite et les asymétries d'information. Ces ajustements ont permis de mieux appréhender l'impact réel de la structure du capital dans des conditions de marché plus réalistes. Ainsi, leurs travaux continuent d'être fondamentaux pour la finance moderne, offrant une transition de théories idéalisées à des analyses plus réalistes du financement des entreprises.

# Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

---

---

## Section 2 : L'apport des théories financières dans un contexte imparfait.

Après avoir examiné les apports des théories de Modigliani et Miller dans un contexte de marché parfait, il apparaît que la structure financière n'est plus neutre dès lors que l'on introduit des imperfections telles que la fiscalité, l'asymétrie d'information ou encore les conflits d'intérêts.

Dans un environnement incertain et imparfait, la finance d'entreprise s'est développée à travers des courants modernes qui intègrent des comportements plus réalistes des acteurs économiques. La structure financière devient alors un enjeu complexe, influencé par les relations entre dirigeants, actionnaires et créanciers. C'est dans ce cadre qu'émergent des théories comme celle de l'agence et de signal, qui cherchent à expliquer les décisions de financement et leur impact sur la valeur de l'entreprise.

Dans cette section, nous allons présenter les principales théories modernes traitant de la structure financière en contexte de marché imparfait, à savoir : la théorie d'agence, la théorie de signal, la théorie de financement hiérarchique et la théorie des coûts de transaction.

### 1. L'apport de la théorie d'agence de Jensen et Meckling (1976) :

L'article généralement cité comme fondateur de la théorie positive de l'agence est Jensen et Meckling (1976). Il institue la notion de conflit d'agence et explicite les divers types de coûts qui en découlent théoriquement.

Ainsi, Jensen et Meckling (1976) ont remis en cause le référentiel établi par Modigliani et Miller par l'intégration de la théorie d'agence dans la théorie financière. Ils considèrent la firme comme un ensemble d'agents aux objectifs divergents et conflictuels et dont le niveau d'information diffère.<sup>5</sup>

#### 1.1 Définition et principe de la relation d'agence :

Jensen et Meckling définissent la relation d'agence comme « un contrat selon lequel une ou plusieurs personnes, le principal ou le mandant, engagent une autre personne, l'agent ou le mandataire, pour accomplir des services en leur nom, ces services impliquent la délégation d'un pouvoir de décision au profit de l'agent ».<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> CHAUDEY.M, « Analyse économique de la firme », Edition : Armand Colin, Paris, 2014, Page 232.

<sup>6</sup> Guy Numa, « Théorie de l'agence et concessions de chemins de fer français au 19ème siècle », Revue d'économie industrielle, n °125, 2009, Page 105.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

---

Donc, une relation d'agence naît dès lors qu'une personne en engage une autre pour accomplir une mission qui nécessite une délégation de pouvoir. Celui qui délègue est appelé Principal, celui à qui est confié la mission est appelé Agent.<sup>7</sup>

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'agence.<sup>8</sup>

### 1.2 Les problèmes d'asymétrie d'information dans la théorie de l'agence :

Au cœur de cette théorie se trouve le postulat selon lequel les individus cherchent à maximiser leur utilité personnelle. Cette hypothèse conduit à identifier deux problèmes majeurs :

- La sélection adverse : survenant avant la conclusion du contrat, elle résulte de l'asymétrie d'information entre les parties. Cela signifie que l'une des parties possède plus d'informations que l'autre, ce qui peut entraîner une mauvaise prise de décision.
- Le risque moral : se manifestant après la signature du contrat, il découle de la divergence potentielle d'intérêts entre le principal et l'agent. Lorsque l'agent (celui qui exécute une tâche) adopte un comportement opportuniste, sachant que le principal (celui qui délègue) ne peut pas le surveiller parfaitement.

### 1.3 Les sources des coûts d'agence :

Les différentes catégories d'acteurs sont supposées intervenir au sein de l'entreprise, et ces acteurs poursuivent potentiellement des intérêts divergents. Ainsi, le dirigeant détenant moins de 100% du capital est en principe incité à poursuivre une politique sous-optimale du point de vue de la valeur des actionnaires.<sup>9</sup>

---

<sup>7</sup> CHAUDEY.M, Op.cit, Page233.

<sup>8</sup> Ydriss ZIANE, Op.cit, Page 28.

<sup>9</sup> Kooli Maher, Adjaoud Fodil, Boubakri Narjess, et al « Finance d'entreprise, Evaluation et Gestion », Edition Chenelière Éducation, 2ème édition, Montréal, 2013, Page 181.

### 1.3.1 Conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants :

Les divergences d'intérêts entre les dirigeants d'une entreprise et ses actionnaires constituent une source majeure de conflits. En effet, les dirigeants administrent les fonds fournis par les actionnaires pour financer les projets de l'entreprise, ce qui peut entraîner des problèmes de mauvaise allocation des ressources ou d'expropriation. Selon Jensen et Meckling (1976), ces tensions naissent du fait que les dirigeants ne récoltent pas l'intégralité des bénéfices liés à leurs efforts, bien qu'ils assument l'ensemble des responsabilités. De ce fait, ils peuvent être tentés d'utiliser certaines ressources de l'entreprise à leur avantage.

### 1.3.2 Conflits d'agence entre actionnaires et créanciers :

Dans la relation entre actionnaires et créanciers, le principal facteur de conflit réside dans la prise de risque. En effet, actionnaires et dirigeants peuvent privilégier des investissements risqués, sachant que, en cas d'échec, la majeure partie des pertes sera supportée par les créanciers (banques ou détenteurs d'obligations). À l'inverse, si l'investissement est rentable, les actionnaires bénéficient des surplus générés par le cash-flow, sans pour autant que la valeur des obligations utilisées pour financer ces projets n'augmente. Ainsi, les dirigeants peuvent être incités à utiliser les fonds empruntés pour financer des projets hasardeux. Si l'investissement échoue et que l'entreprise fait faillite, ce sont principalement les créanciers qui en subissent les conséquences.

### 1.4 Coûts d'agence et mécanismes de résolution des conflits :

En dehors de son application à des problématiques financières très précises, le cadre fondamental de la TPA ne se limite cependant pas à la prise en compte des intérêts du seul couple dirigeant/actionnaires, mais s'étend à l'ensemble des partenaires de la firme. Le conflit d'intérêts qui en naît explique l'apparition de trois catégories de coûts d'agence : les coûts de surveillance, les coûts de dédouanement et les coûts résiduels.<sup>10</sup>

- Les coûts de surveillance : Ce sont les coûts engagés par le principal pour surveiller et contrôler les actions de l'agent afin de s'assurer que celui-ci agit dans l'intérêt du principal. Les coûts de surveillance comprennent les coûts liés à la collecte d'informations, à l'évaluation des performances, à la mise en place des systèmes de contrôle et à la supervision des activités de l'agent.

---

<sup>10</sup> Peter WIRTZ, « Politique de Financement et Gouvernement d'Entreprise », Edition Economica, Paris, 2002, Page 49.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

- Les coûts de dédouanement : ce sont des efforts faits par les agents eux-mêmes pour limiter leurs propres latitudes, c'est-à-dire réduire leur pouvoir de décision discrétionnaire pour éviter de prendre des décisions risquées ou de s'engager dans un comportement déviant.
- Les coûts résiduels (pertes résiduelles) : Ce sont les coûts qui s'accompagnent malgré les mesures de surveillance et les incitations mises en place, il y a toujours des divergences d'intérêts entre le principal et l'agent. Les coûts résiduels sont la perte économique résultant de ces divergences d'intérêts.

Pour minimiser ces coûts et résoudre les conflits d'agence, diverses stratégies peuvent être mises en place :

**Tableau 3:** Les mécanismes pour aligner les intérêts entre dirigeants et actionnaires.

Mécanisme	Objectif	Exemple
Intéressement des dirigeants	Aligner les intérêts avec ceux des actionnaires	Attribution d'actions ou de stock-options
Surveillance accrue	Réduire l'asymétrie d'information	Mise en place de comités d'audit indépendants
Contrats incitatifs	Encourager la performance	Rémunération variable basée sur des objectifs précis

**Source :** Élaboré par nous-mêmes à partir des recherches effectuées.

En conclusion, la théorie de l'agence met en évidence l'influence des conflits d'intérêts sur la valeur de l'entreprise. Une mauvaise gouvernance peut engendrer des coûts d'agence et nuire la performance, tandis qu'une bonne gestion, favorisant l'alignement des intérêts entre dirigeants et actionnaires, contribue à renforcer la rentabilité et à accroître la valeur de l'entreprise.

### 2. L'apport de la théorie de signal de Stephen Ross (1977) :

La théorie du signal, fondée par Stephen Ross qui a initié en 1977 les principaux travaux dans ce domaine, a été développée pour pallier les insuffisances de la théorie des marchés à l'équilibre. Elle part du constat que l'information n'est pas partagée par tous au même moment et que l'asymétrie d'information est la règle. Celle-ci peut avoir des conséquences néfastes conduisant à des valorisations trop basses ou à une politique d'investissement sous-optimale.

## **Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise**

---

### **2.1 Définition de la théorie de signal :**

Cette théorie également appelée théorie des préférences ordonnées a été formulée dans le cadre d'un modèle de choix de structure du capital lorsqu'il y a une asymétrie d'information entre les dirigeants de l'entreprise et les investisseurs. Dans ce modèle, la dette devient comme un signal.

Deux idées simples sont donc à la base de la théorie des signaux :

- ✓ La même information n'est pas partagée par tous : ainsi, les dirigeants d'une société peuvent disposer de renseignements que n'ont pas les investisseurs ;
- ✓ Même si elle était partagée par tous, la même information ne serait pas perçue de la même manière, ce que la vie courante confirme fréquemment.

### **2.2 Théorie du Signal et Composition Financière :**

La première application de la théorie du signal à l'analyse de la structure financière des entreprises a été développée par Ross (1977). Son modèle repose sur plusieurs hypothèses :

- Les marchés de capitaux sont efficaces ;
- Les coûts d'agence sont nuls, mais il existe une disparité d'information sur le marché ;
- Les investisseurs sont indifférents au risque.<sup>11</sup>

Les variables financières manipulées par les dirigeants pour signaler la valeur réelle de leur entreprise peuvent être de différente nature. Parmi ces variables, on trouve : la part des capitaux propres détenus par les dirigeants, le niveau d'endettement et la politique de dividende.

- Une entreprise qui émet de la dette envoie un signal positif : elle est confiante dans sa capacité à rembourser, ce qui peut indiquer de bonnes perspectives ;
- Une entreprise qui émet de nouvelles actions envoie un signal négatif : cela peut être interprété comme un signe que les dirigeants considèrent que l'action est surévaluée. Cela peut entraîner une baisse du cours de l'action ;
- Une hausse des dividendes ou un rachat d'actions est souvent perçu comme un signal positif, indiquant une bonne santé financière et une confiance des dirigeants dans l'avenir ;

---

<sup>11</sup> MASSIKI Ayoub, METWALLI Olaya, DAHOU Nabil, KHARBOUCH Omar, « Les facteurs de la composition financière des entreprises marocaines cotées en bourse : secteurs agroalimentaires, immobilières et hôtelières », Revue Française d'Economie et de Gestion, vol 4 : N°11, 2023, Page 52.

## **Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise**

---

- À l'inverse, une réduction des dividendes peut être perçue comme un signal négatif, suggérant des difficultés financières.

### **2.3 Le signal de l'endettement :**

Sur la base des hypothèses citées au-dessus, Ross a démontré que les entreprises de meilleure qualité ont tendance à avoir un niveau d'endettement plus élevé que celles de moindre qualité. En d'autres termes, une entreprise performante utilise l'endettement comme un signal de sa solidité, ce qui permet aux investisseurs d'évaluer plus justement sa valeur. Ainsi, plus une entreprise emprunte, plus elle peut être perçue comme financièrement robuste, entraînant une corrélation positive entre le niveau d'endettement et la valeur de la firme.

Selon Ross, une firme qui est capable de supporter un niveau d'endettement élevé montre que ces résultats futurs sont importants et certains. Ainsi, les potentiels prêteurs pourraient utiliser l'endettement<sup>12</sup> pour distinguer les bonnes et les mauvaises firmes. Donc l'endettement devient un élément important de signalisation de la valeur d'une firme.

### **3. L'apport de la théorie de financement hiérarchique (pecking order theory) de Mayer et Majluf (1984)**

La théorie du financement hiérarchique a été initialement formulée par Donaldson en 1961, puis approfondie par Myers et Majluf en 1984. Selon cette approche, les dirigeants d'entreprise ont généralement une meilleure connaissance de l'état réel de leur entreprise que les investisseurs externes<sup>13</sup>. Cela crée une asymétrie d'information, car les investisseurs ne peuvent pas évaluer les opportunités et les risques liés à l'investissement. En conséquence, les investisseurs peuvent exiger une prime de risque plus élevée ou refuser d'investir dans l'entreprise.

#### **3.1 Qu'est-ce que la théorie de l'ordre de financement ?**

La théorie de l'ordre de financement, parfois appelée hiérarchie de la structure du capital, vise à modéliser la manière dont les entreprises priorisent leurs sources de financement et prennent des décisions concernant leur structure du capital. Elle soutient que le coût du financement

---

<sup>12</sup> Zakari Yaou KAKA, Amadou HAIDARA, « Le rôle des signaux financiers dans la réduction des asymétries d'informations : une évidence dans les PME maliennes », *Journal of Academic Finance*, Vol 14, N°1, 2023, Page 134.

<sup>13</sup> Myers, S. C, Majluf, N. S, « Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics*, Vol 13, N°2, 1984, Page 187.

## **Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise**

---

---

augmente proportionnellement à l'asymétrie d'information entre les dirigeants de l'entreprise et les parties prenantes financières.

Cette théorie est l'une des approches les plus influentes en finance d'entreprise, car elle met en évidence l'importance de la gestion de l'information dans les décisions financières des entreprises.

### **3.2 Hiérarchie des sources de financement :**

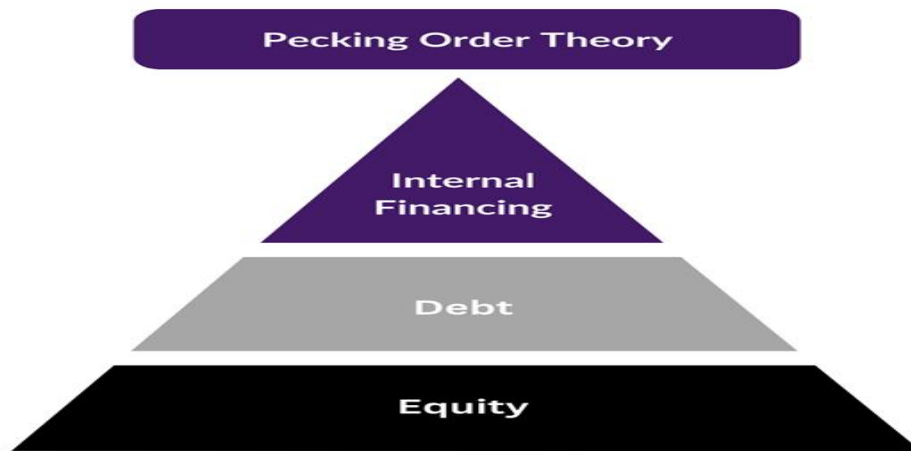
Selon cette théorie, les entreprises établissent un ordre de préférence pour leurs sources de financement : elles privilégient d'abord l'autofinancement (bénéfices non distribués ou fonds internes), car il ne comporte pas de coûts externes ni de risques d'asymétrie d'information. Lorsque ces fonds sont insuffisants, l'entreprise se tourne vers le financement par dette, qui est considéré comme moins risqué que l'émission d'actions, car la dette permet d'obtenir des fonds sans céder de propriété ni de contrôle sur l'entreprise.

L'émission d'actions, quant à elle, est perçue comme un dernier recours, car elle implique une dilution de la propriété existante et peut être interprétée par le marché comme un signe de faiblesse ou de surévaluation de l'entreprise.

La théorie du financement hiérarchique suggère que le choix des sources de financement, influencé par l'asymétrie d'information, affecte la valeur de l'entreprise. Un financement interne renforce la confiance des investisseurs et peut augmenter la valeur de l'entreprise en évitant les coûts d'agence et la dilution des actions. Le recours à l'endettement est perçu positivement si modéré, signalant la confiance des dirigeants dans les perspectives de l'entreprise, mais un endettement excessif peut accroître le risque et réduire la valeur. En revanche, l'émission d'actions, souvent perçue comme un dernier recours, peut signaler une faiblesse financière et nuire à la perception du marché, entraînant une baisse de la valeur de l'entreprise.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

**Figure 3:** Hiérarchie des sources de financement selon la théorie de de financement hiérarchique



**Source:** Pecking Order Theory: Definitions, Concepts and Examples, <https://www.capitalcitytraining.com/knowledge/pecking-order-theory/>

### 3.3 Facteurs expliquant l'ordre de financement :

La logique qui sous-tend la théorie de l'ordre de financement ne se limite pas seulement aux coûts associés à chaque type de financement. Plusieurs raisons clés expliquent cette hiérarchie :

➤ **Asymétrie d'information :**

Les dirigeants d'une entreprise en savent généralement plus sur la situation réelle de l'entreprise que les investisseurs externes. Quand une entreprise décide d'émettre de nouvelles actions, cela peut être interprété comme un mauvais signe : les investisseurs peuvent penser que l'entreprise croit que son action est surévaluée. Rien que l'annonce d'une levée de fonds en actions peut donc faire baisser le prix de l'action.

➤ **Coûts de transaction :**

Utiliser les fonds internes permet d'économiser les frais liés à l'émission de dette ou d'actions (comme les frais de dossier, juridiques, ou de communication). Même lorsqu'il faut aller chercher des fonds à l'extérieur, la dette coûte généralement moins cher à émettre que les actions.

➤ **Contrôle et dilution de la propriété :**

En se finançant avec ses propres fonds ou avec de la dette, l'entreprise évite de céder une partie de sa propriété. En émettant de nouvelles actions, elle risque de diluer la part des actionnaires actuels et d'avoir plus d'obligations envers de nouveaux investisseurs.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

---

### ➤ Coûts du financement :

La dette est souvent moins chère que les actions, les intérêts sont fixes, remboursables, et surtout déductibles des impôts, ce qui allège la facture fiscale. De plus, en cas de faillite, les créanciers sont remboursés avant les actionnaires, ce qui rend la dette moins risquée pour ceux qui prêtent, et donc moins coûteuse pour l'entreprise. À l'inverse, les actions n'offrent pas d'avantage fiscal et sont donc plus chères à long terme.

#### 4. L'apport de la théorie des coûts de transaction de R. Coase (1937) et O.E.

##### Williamson (1988) :

La Théorie des coûts de transaction s'inscrit dans le cadre de la théorie des organisations. Ronald Coase est considéré comme le père fondateur de la théorie des coûts de transactions, qui a expliqué en 1937 dans son célèbre article intitulé "The Nature of the Firm" dans lequel il introduit la notion de « coût de transaction » qui, selon l'auteur, permet d'expliquer l'existence de la firme en tant qu'organisation hiérarchisée, qu'il nommera plus tard « hiérarchie au détriment de la forme classiquement connue du « marché » avec son « système de prix ».

La théorie a été élaborée par Oliver Williamson à partir de 1975. Elle propose de traiter les relations existantes entre le marché et l'organisation en vue d'une meilleure efficacité économique.

Nous présenterons donc les travaux pionniers de Coase à la base de cette théorie. Nous présenterons ensuite les travaux d'O.E. Williamson qui constituent à proprement parler la théorie des coûts de transaction.

##### 4.1 L'apport de R. Coase :

Contrairement à la théorie des droits de propriété ou à la théorie de l'agence, la théorie des coûts de transaction n'a pas pour ambition de démontrer la supériorité de la firme capitaliste sur toute autre forme d'organisation de la production. La question à laquelle Coase entend répondre est celle de l'existence de la firme. Pourquoi dans une économie de marché existent-ils des entreprises ? <sup>14</sup>

En théorie, les échanges pourraient se faire uniquement entre individus sur le marché. Coase explique que ces échanges engendrent des coûts : chercher un partenaire, négocier, surveiller l'exécution d'un contrat, etc. Ce sont les coûts de transaction, quand ces coûts sont trop élevés,

---

<sup>14</sup> Coase R.H, « The nature of the firm », *Economica*, Vol 16, 1937, Page 331.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

---

---

il devient plus avantageux de regrouper les activités à l'intérieur d'une entreprise, où les tâches sont coordonnées non pas par le marché, mais par une relation d'autorité entre l'employeur et les salariés. Contrairement au marché, où les relations sont symétriques et temporaires, l'entreprise repose sur des contrats durables et hiérarchiques. Ainsi, l'entreprise apparaît comme un moyen d'organisation plus efficace, car elle permet de réduire les coûts de coordination des activités économiques.

### 4.1.1 Les hypothèses de la théorie du coût de transaction selon Coase:

L'existence de la firme se justifie ainsi par l'existence de coûts de transaction (ou coûts de marché) qui peuvent notamment résulter de :

- Incertitude: peut empêcher des vendeurs de se lancer dans la production d'un bien au succès incertain.
- Asymétries d'information et opportunisme des agents : Le modèle de CPP (Concurrence Pure et Parfaite) supposait la transparence de l'information. En pratique, un agent qui s'engage dans une transaction peut disposer de plus d'informations que les autres. On a coutume de distinguer deux types d'asymétrie d'information, qui peuvent intervenir avant (ex-ante) ou après (ex-post) la conclusion du contrat.

### 4.1.2 Typologie des coûts de transaction:

- Coûts de recherche et d'information : les coûts liés à la recherche de l'information, notamment au temps passé à découvrir les bons prix par exemple, coûts liés à la découverte des prix adéquats, prospection, comparaison du rapport qualité/prix des différentes prestations proposées, étude de marché etc.
- Coûts de négociation et de décision : Ce sont les coûts encourus lors de la négociation des conditions d'achat. Ils comprennent généralement les frais juridiques et administratifs, ainsi que le temps investi dans le processus de négociation.
- Coûts de surveillance et d'exécution : Ils représentent les coûts engagés pour s'assurer que chaque partie respecte les termes du contrat. L'application de la loi et la résolution des conflits entrent dans cette catégorie.

### 4.2 L'apport de Williamson :

L'approche de Williamson (1985) est un peu différente de celle de Coase (1937) dans la mesure où, l'auteur présente la théorie de la firme comme une partie de la théorie des institutions du capitalisme et la firme elle-même n'est plus conçue comme une hiérarchie (vision de Coase), mais plutôt comme un nœud de contrats.

#### 4.2.1 Les hypothèses du modèle de Williamson :

Williamson propose une vision de l'agent économique qu'il nomme homo Contractor, dont les comportements reposent principalement sur deux hypothèses fondamentales : la rationalité limitée et l'opportunisme.<sup>15</sup>

##### ✓ La rationalité limitée :

Ce concept, développé par Herbert Simon, repose sur l'idée que les individus n'ont pas accès à toutes les informations et ne disposent pas de capacités mentales illimitées pour prendre des décisions parfaitement rationnelles.

En conséquence, ils ne peuvent pas analyser toutes les options possibles et se tournent vers des solutions qu'ils jugent acceptables ou satisfaisantes.

Cette forme de rationalité, appelée rationalité procédurale, s'intéresse davantage au processus de décision qu'au résultat final.

##### ✓ L'opportunisme des agents :

L'opportunisme est « une recherche de l'intérêt personnel qui comporte la notion de tromperie »<sup>16</sup>. Pour Williamson, le comportement opportuniste consiste « à réaliser des gains individuels dans les transactions par manque de franchise ou d'honnêteté. »<sup>17</sup>

Donc, Williamson définit l'opportunisme comme une recherche d'intérêt personnel qui peut inclure des comportements trompeurs ou malhonnêtes : mensonge, tricherie, dissimulation d'informations, etc.

#### 4.2.2 La spécificité des actifs :

La nature de l'actif qui fait l'objet d'une transaction a une influence importante sur la forme de la transaction. Un actif spécifique est un bien ou une ressource (humaine, physique, technologique...) qui perd de la valeur ou devient moins utile s'il est utilisé dans un autre contexte que celui pour lequel il a été prévu.

---

<sup>15</sup> LECON N°4, LA THEORIE DES COUTS DE TRANSACTIONS, consulté 17/03/2025,

<http://ressources.auneg.fr/nuxeo/site/esupversions/94ffe495-a9f7-40d2-a009-c0b525314ca0/Lecon4/polycopies4/L4.pdf>

<sup>16</sup> Williamson O.E., « Les institutions de l'économie », InterEditions, Paris, 1994, Page 70.

<sup>17</sup> Williamson O.E., Watcher M., Harris J., « Understanding the employment relation: the analysis of idiosyncratic exchange », Bell Journal of Economics, n°6, 1975, Page 258.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

---

---

La spécificité d'un actif se définit précisément comme suit : « des actifs spécialisés [qui] ne peuvent pas être redéployés sans perte de valeur productive en cas d'interruption ou d'achèvement prématuré des contrats. »<sup>18</sup>

O.E. Williamson distingue quatre types d'actifs spécifiques :

- **Spécificité physique** : équipements ou machines conçus pour une production spécifique.
- **Spécificité humaine** : compétences ou savoir-faire développés dans une relation ou une entreprise donnée.
- **Spécificité de site** : proximité géographique nécessaire pour réduire les coûts de transport ou faciliter la coordination.
- **Spécificité dédiée** : investissements réalisés pour un seul client ou partenaire.

---

<sup>18</sup> Williamson O.E, Op.cit, Page 80.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

### ➤ Synthèse des principales théories du marché imparfait :

Le tableau suivant récapitule les principales théories de la structure financière dans un marché imparfait :

**Tableau 4:** Les théories du marché imparfait.

<b>Théories</b>	<b>Auteurs</b>	<b>Principes</b>
<b>Théorie de l'agence</b>	Jensen et Meckling (1976)	En présence de conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, actionnaires et créanciers des coûts d'agence apparaissent. La structure financière influence donc la valeur de l'entreprise.
<b>Théorie de signal</b>	Ross (1977)	L'endettement est utilisé comme un signal positif transmis par les dirigeants aux investisseurs pour pallier l'asymétrie d'information. Un niveau d'endettement élevé peut être perçu comme un gage de rentabilité future.
<b>Théorie du financement hiérarchique</b>	Myers et Majluf (1984)	Les entreprises suivent une hiérarchie de financement : autofinancement puis endettement et enfin l'émission d'actions si nécessaires, pour éviter les coûts liés à l'asymétrie d'information et préserver la valeur.
<b>Théorie des coûts de transaction</b>	Coase (1937)	La firme existe pour réduire les coûts de transaction (recherche, négociation, surveillance) qui rendent le marché moins efficace. Elle permet une coordination hiérarchique plus rentable que les échanges purement marchands.
	Williamson (1988)	Williamson voit la firme comme un moyen de sécuriser les transactions risquées, surtout en présence d'actifs spécifiques, en limitant les effets de l'opportunisme et de la rationalité limitée grâce à des contrats adaptés.

**Source :** Elaboré par nous-mêmes à partir des recherches effectuées.

Les théories développées dans un contexte de marché imparfait proposent une lecture plus réaliste des décisions de financement, en tenant compte des imperfections du marché, elles offrent des perspectives complémentaires sur les décisions financières des entreprises dans un environnement réel. Chaque théorie repose sur un principe fondamental : la théorie du signal traite de l'asymétrie d'information, la théorie d'agence explore les conflits d'intérêts entre les parties prenantes, le financement hiérarchique privilégie les ressources internes pour minimiser les coûts et les risques et la théorie des coûts de transaction se concentre sur les frais liés aux échanges. Ces approches enrichissent la théorie du marché parfait en tenant compte des imperfections qui influencent réellement le financement des entreprises.

## Section 3 : La structure financière et la politique de financement.

La structure financière d'une entreprise désigne la manière dont celle-ci est financée à travers une combinaison de capitaux propres et de dettes. Pour se financer, les entreprises peuvent choisir de s'endetter ou d'utiliser leurs fonds propres, et ce choix détermine leur structure financière. Il s'agit d'une décision importante, car elle conditionne non seulement l'équilibre entre les différentes sources de financement, mais influence également la rentabilité, la stabilité et le niveau de risque de l'entreprise.

L'objectif fondamental de toute entreprise étant la croissance et le développement, il est essentiel de définir et d'optimiser les politiques qui permettent d'atteindre cet objectif. Parmi celles-ci, la politique de financement occupe une place centrale, car elle englobe l'ensemble des décisions prises pour déterminer les sources de financement adéquates en fonction des besoins de l'entreprise. Elle permet de définir les choix entre financement interne et externe, la gestion de l'endettement et l'émission de nouvelles actions, dans le but de maximiser la rentabilité tout en minimisant les risques associés.

### 1. La structure financière :

La structure financière d'une entreprise ne résulte pas du hasard, elle relève en principe d'une décision explicitement ou implicitement prise par les dirigeants<sup>19</sup>.

#### 1.1 Notion de la structure financière :

**Selon MENARD Louis** : « La structure financière est la composition du financement de l'entreprise, incluant les fournisseurs et autres dettes d'exploitation, les emprunts à court terme, les dettes à long terme ainsi que les capitaux propres »<sup>20</sup>

**Selon CHARREAUX.G** : « la structure financière regroupe les capitaux propres apportés par les propriétaires de l'entreprise et les dettes financières, qui sont les dettes qui font l'objet d'une rémunération explicite sous forme de frais financier ».<sup>21</sup>

En effet, il faut savoir que le terme structure financière est considéré dans la finance d'entreprise comme un ensemble de concepts qui a plusieurs significations et définitions mais en générale les économistes le définissent comme un concept qui désigne la combinaison de dettes

---

<sup>19</sup> Christian Pierrat, « Dans la gestion financière de l'entreprise », Edition La découverte, Paris 2014, Page 72.

<sup>20</sup> MENARD. L, « Dictionnaire de la comptabilité », Edition CNCC, 2e édition, Belgique, 2004, Page 501.

<sup>21</sup> CHARREAUX. Gérard, « Gestion financière, Principes, étude de cas solution », Edition LITEC, 4ème éd, Paris, 1993, Page 12.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

bancaires et financières nettes et de capitaux propres auxquels l'entreprise a recours pour son financement.

### ➤ Distinction entre dettes et fonds propres :

La dette et les capitaux propres sont les deux principales composantes de la structure du capital d'une entreprise. La dette représente le montant d'argent emprunté par l'entreprise auprès de ses créanciers, tandis que les capitaux propres représentent la participation des actionnaires. La dette est généralement considérée comme moins risquée que les capitaux propres car il s'agit d'une obligation fixe que l'entreprise doit rembourser à un taux d'intérêt prédéterminé. Les capitaux propres, en revanche, représentent une créance résiduelle sur les actifs et les bénéfices de l'entreprise, c'est-à-dire qu'ils ne reçoivent des flux de trésorerie qu'après que l'entreprise ait payé toutes ses dettes. Les créanciers ont également priorité en cas de liquidation de l'entreprise. Les actionnaires, en revanche, prennent plus de risques : ils ne reçoivent des dividendes que si l'entreprise est rentable, et en cas de faillite, ils sont remboursés après les créanciers.

Les frais financiers liés à la dette bénéficient souvent d'un avantage fiscal, car ils sont généralement déductibles des impôts, réduisant ainsi la charge fiscale de l'entreprise. En revanche, les dividendes versés aux actionnaires ne bénéficient pas de cette même déduction fiscale, ce qui rend la dette plus avantageuse d'un point de vue fiscal pour l'entreprise.

**Figure 4:** Schéma de la structure financière d'une entreprise.

Capitaux Propres		Capitaux Propres	Capitaux Permanant
Capitaux Empruntés		Dettes à long et moyen terme	
		Dettes à court terme	Dettes à court terme

**Source :** Bernard. C, « La rentabilité de l'entreprise », Édition Dunod, France, 1982, Page 59.

### 1.2 La structure financière optimale :

La structure financière optimale est un terme clé en économie et en gestion qui fait référence à la meilleure combinaison de dettes et de fonds propres qu'une entreprise peut utiliser pour financer ses opérations, de manière à minimiser le coût moyen pondéré du capital (CMPC) et à maximiser la valeur de l'entreprise.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

---

---

Cette structure financière optimale n'est pas facile à atteindre :

- Les objectifs de minimisation du coût moyen pondéré du capital et de maximisation de la rentabilité des fonds propres se rejoignent pour suggérer un niveau d'endettement élevé;
- L'objectif de minimisation du risque financier suggère au contraire un endettement faible, contrebalancé par un autofinancement élevé<sup>22</sup>.

### 1.2.1 Facteurs influençant la structure financière optimale d'une entreprise :

Plusieurs facteurs influencent la décision d'une structure financière optimale, tous jouant un rôle important dans la formulation de la politique de capital de l'entreprise. Voici quelques-uns des facteurs clés à considérer:

- **Volatilité des bénéfices** : Les entreprises aux bénéfices stables peuvent prendre plus de dettes car elles ont un revenu prévisible pour couvrir les charges d'intérêts.
- **Coûts d'agence** : L'utilisation de dettes peut aider à réduire les conflits d'agence en limitant le pouvoir de la direction par des engagements de payer les créanciers.
- **Imposition** : Les bénéfices des intérêts sur la dette sont souvent déductibles d'impôts, réduisant ainsi le coût effectif de l'endettement.
- **Opportunités de croissance** : Une entreprise en forte croissance peut préférer les capitaux propres pour éviter le fardeau de dettes importantes à long terme.
- **Conditions du marché** : Garder un œil sur les conditions du marché, car les taux d'intérêt, les marchés boursiers et les politiques économiques peuvent influencer le choix entre le financement par emprunt et par actions.

### 1.3 Objectifs de la structure financière :

L'analyse de la structure financière a pour but d'évaluer la manière dont une entreprise organise et mobilise ses ressources financières en fonction de ses besoins et de ses ambitions de croissance. Elle permet d'apprécier sa capacité à assurer le financement de son activité, à honorer ses engagements financiers et à préserver son indépendance dans la prise de décision.

Afin de mieux comprendre l'intérêt d'une bonne structure financière, il convient d'en préciser les principaux objectifs :

- **Réduction des coûts** : Il s'agit de mobiliser les ressources financières au coût le plus bas possible, en optimisant les charges liées aux intérêts, aux dividendes et à la valorisation des actions ;

---

<sup>22</sup> Bertrand.H. ABTEY, Charles HEITZ, « quelle structure financière adopter pour son entreprise », Edition Clet, France, 1990, Page 12.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

---

---

- **Réduction des risques** : Les risques liés à l'activité, à la fiscalité ou aux variations des taux d'intérêt doivent être limités grâce à une gestion adaptée de la structure financière ;
- **Amélioration de la rentabilité** : L'objectif est de garantir aux actionnaires le meilleur rendement possible, notamment en maîtrisant le coût du financement ;
- **Maintien de la liquidité** : Une bonne liquidité est indispensable pour assurer la solvabilité de l'entreprise.
- **Utilisation optimale des capitaux** : Il est essentiel de bien coordonner les besoins financiers de l'entreprise avec les fonds disponibles afin de garantir une utilisation efficace et économique du capital.

### 1.4 Importance de la structure financière :

La direction ainsi que les actionnaires ont fortement besoin d'une bonne structure financière. Cette dernière permet de déterminer divers moyens de financements que l'entreprise adopte pour financer ses besoins d'exploitations et d'investissements. Elle représente l'origine d'informations non seulement pour la réalisation des opérations économiques mais encore pour toutes les personnes attachées à l'activité de la société.

Toute personne peut se baser sur la structure financière de la firme pour mener à bien ses décisions :

- **Pour les dirigeants** :

La structure financière constitue un outil essentiel d'analyse pour les dirigeants, car elle leur permet d'évaluer la santé financière globale de l'entreprise. En identifiant les équilibres entre fonds propres et dettes, les dirigeants peuvent mieux orienter leurs choix stratégiques, notamment en matière d'investissement, de financement ou encore de gestion des ressources. Une structure financière bien maîtrisée facilite la prise de décisions et contribue à assurer la pérennité et la croissance de l'entreprise.

- **Pour les bailleurs de fonds** :

Qu'ils s'agissent d'investisseurs ou d'institutions financières, les bailleurs de fonds s'appuient sur l'analyse de la structure financière pour évaluer le niveau de risque associé à l'entreprise. Un bon équilibre financier, traduisant une capacité à honorer ses engagements et à générer des résultats durables, renforçant la confiance des prêteurs. Cela influence favorablement les conditions d'accès au financement (taux d'intérêt, garanties, montant accordé, etc.).

## **Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise**

---

- **Pour l'État :**

L'État, en tant qu'acteur économique et fiscal, s'intéresse à la structure financière des entreprises, notamment parce qu'elle influe directement sur les résultats comptables et fiscaux. Une structure déséquilibrée peut entraîner des pertes ou une instabilité, impactant ainsi les recettes fiscales via une baisse de l'impôt sur les sociétés ou des difficultés de recouvrement. À l'inverse, une entreprise bien structurée participe activement au développement économique et à la stabilité financière de l'environnement local ou national.

- **Pour les salariés :**

Les salariés représentent une partie prenante particulièrement sensible à la situation financière de l'entreprise. Une structure financière saine garantit non seulement la stabilité de l'emploi, mais aussi le bon fonctionnement de l'organisation (paiement des salaires, investissements en formation, amélioration des conditions de travail, etc.). En revanche, une détérioration financière peut engendrer des restructurations, des licenciements ou même une faillite, mettant en péril la sécurité professionnelle des employés.

L'importance de la structure financière, dans la détermination de la rentabilité et de la valeur de l'entreprise, amène la direction financière à ne pas la considérer comme une donnée qu'il faut subir, mais comme un élément sur lequel il faut agir<sup>23</sup>.

### **1.5 Déterminants de la structure financière de l'entreprise :**

Lorsqu'on parle des déterminants de la structure financière de l'entreprise, on fait référence aux différents facteurs qui influencent le choix entre les fonds propres et la dette dans le financement de ses activités.

#### **1.5.1 La taille de l'entreprise :**

Fakhfakh et Ben Atitallah (2004) de même qu'Achy et Rigar (2005) affirment qu'une grande taille est généralement associée à un niveau d'endettement élevé. En outre, les entreprises de grande taille peuvent assumer un risque financier plus important et ont également une plus grande facilité d'accès aux marchés financiers.

Les grandes entreprises ont souvent plusieurs activités dans différents secteurs. Cette diversification leur permet de mieux gérer les fluctuations économiques : si un secteur va mal, un autre peut compenser. Cela réduit la volatilité de leurs flux de trésorerie (cash-flows), c'est-

---

<sup>23</sup> Bertrand.H. ABTEY, Charles HEITZ, Op.cit, Page 12.

## **Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise**

---

---

à-dire qu'elles ont des revenus plus stables et prévisibles. Cela les rend plus crédibles aux yeux des prêteurs, ce qui facilite l'endettement.

### **1.5.2 L'âge de l'entreprise :**

L'âge de l'entreprise influence fortement sa structure financière. Les jeunes entreprises, souvent en phase de croissance, ont du mal à obtenir des crédits et se financent surtout par des fonds propres ou des aides internes (comme les prêts familiaux)<sup>24</sup>. En revanche, les entreprises plus âgées ont déjà prouvé leur stabilité, ce qui rassure les banques et les investisseurs. Elles peuvent donc plus facilement accéder aux financements externes.

### **1.5.3 Le statut juridique :**

Le statut juridique fait partie des déterminants de la structure financière d'une entreprise, c'est-à-dire des facteurs qui influencent la manière dont une entreprise finance ses activités. Ce statut détermine des éléments clés, tels que la responsabilité des associés ou actionnaires, la liberté de transférer des parts ou des actions, et la manière dont le capital est géré.

Par exemple :

- Dans une SARL (Société à Responsabilité Limitée), la cession des parts sociales est plus restreinte : les associés doivent obtenir l'autorisation des autres pour vendre leurs parts. Cela peut décourager certains investisseurs. De plus, la responsabilité des associés est limitée, mais l'aspect plus fermé de la société peut rendre les investissements moins fluides.
- Dans une SA (Société Anonyme), la vente des actions est plus facile car il n'y a pas de restriction sur leur cession et le nombre d'actionnaires est illimité. Cela permet d'attirer plus facilement des capitaux. De plus, la responsabilité des actionnaires est également limitée, ce qui les incite à prendre plus de risques financiers, comme contracter davantage de dettes.

### **1.5.4 La rentabilité :**

La rentabilité d'une entreprise influence son niveau d'endettement de manière complexe. Selon certaines théories, les entreprises rentables génèrent suffisamment de fonds internes, réduisant ainsi leur besoin d'emprunter (relation négative). D'autres théories, comme la Trade-off Theory, suggèrent que les entreprises rentables préfèrent s'endetter pour profiter des avantages fiscaux liés aux intérêts de la dette, car elles ont une plus grande capacité à rembourser (relation

---

<sup>24</sup> Abdelati HAKMAOUI, Haffsa YERROU, « LES DÉTERMINANTS DE LA STRUCTURE DE FINANCEMENT : UNE ÉTUDE EMPIRIQUE SUR DES ENTREPRISES MAROCAINES », Revue JBE, Vol1, N°2, 2013, Page 86.

## **Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise**

---

---

positive). En résumé, la rentabilité peut à la fois limiter ou encourager l'endettement, selon l'approche théorique adoptée.

### **1.5.5 La fiscalité :**

L'un des attraits majeurs du recours à la dette réside dans la possibilité de déduire fiscalement les intérêts d'emprunt. Cela permet de réduire le bénéfice imposable et donc la charge fiscale, ce qui peut rendre ce mode de financement particulièrement avantageux selon les régimes fiscaux en vigueur, ce qui peut inciter les entreprises à s'endetter davantage.

### **1.5.6 Les opportunités de croissance :**

Les entreprises en expansion rapide privilégient souvent le financement par emprunt afin de soutenir leurs investissements tout en gardant le contrôle de leur capital. En revanche, celles arrivées à un stade de maturité, où la croissance est plus modérée, peuvent se tourner davantage vers le financement par capitaux propres pour assurer une meilleure stabilité financière.

Les opportunités de croissance ont une influence complexe sur l'endettement, elles peuvent soit limiter l'endettement en raison des coûts d'agence, soit l'encourager pour financer les projets de développement, en particulier si l'entreprise privilégie des dettes à court terme.

### **1.5.7 Conjoncture macroéconomique :**

Des taux d'intérêt réels (c'est-à-dire après inflation) élevés et une faible croissance de l'activité poussent les entreprises à se désendetter. A l'inverse, une croissance forte et/ou des taux d'intérêt faibles après inflation favorisent l'endettement.

## **1.6 Composition de la structure financière :**

C'est le bilan d'une entreprise qui permet d'obtenir la meilleure image de sa structure financière puisqu'il fournit la balance comptable des ressources et leur emploi. Le bilan se présente sous la forme d'un double tableau : sa partie de droite est appelée « passif ou ressources » et sa partie de gauche « actif ou emplois ».

L'actif traduit la destination des capitaux dont dispose l'entreprise.

Le passif représente l'origine des ressources lui permettant de financer les éléments de l'actif.

### 1.6.1 La structure de l'actif :

L'actif de bilan financier est appelé l'emploi, il précise ce que possède l'entreprise. Il contient des actifs immobilisés et des actifs circulants, leurs classifications se fait suivant le degré de liquidité croissante. On distingue<sup>25</sup> :

#### 1.6.1.1 L'Actifs immobilisés :

Les actifs immobilisés, aussi appelés les valeurs immobilisées, regroupent les biens et les créances appartenant à l'entreprise, destinés à être utilisés de manière durable. Ils jouent un rôle important dans le fonctionnement à long terme de l'activité de l'entreprise. Ces actifs se répartissent en trois grandes catégories : les immobilisations corporelles, incorporelles et financières.

- Les immobilisations corporelles : correspondent aux biens physiques que possède l'entreprise et qui sont utilisés sur une longue période. Cela inclut par exemple les terrains, les bâtiments, les machines, les équipements techniques ou encore les véhicules. Ces éléments sont tangibles et directement liés à l'activité de production ou de service.
- Les immobilisations incorporelles : désignent les actifs non matériels qui ont une valeur pour l'entreprise. Elles comprennent notamment les brevets, les licences, les marques, les logiciels ou les concessions. Ces éléments résultent souvent de dépenses engagées par l'entreprise pour obtenir des droits ou des avantages durables, même s'ils ne sont pas physiquement visibles.
- Les immobilisations financières : représentent les investissements réalisés par l'entreprise sous forme d'actifs financiers destinés à rester dans le patrimoine de façon durable. Il peut s'agir de titres de participation dans d'autres sociétés, d'obligations ou encore de prêts accordés à long terme.

#### 1.6.1.2 L'actif circulant :

Désigne l'ensemble des éléments du patrimoine de l'entreprise qui sont destinés à être utilisés ou transformés en argent liquide à court terme, généralement dans un délai inférieur à un an. Il est directement lié au cycle d'exploitation de l'entreprise et comprend trois grandes catégories : les valeurs d'exploitation, les valeurs réalisables et les valeurs disponibles.

---

<sup>25</sup> Hubert de la Bruslerie, « Analyse Financière : Information financière, Evaluation, Diagnostic », Edition Dunod, 4eme édition, France, 2010, Page 26.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

---

- Les valeurs d'exploitation : correspondent aux stocks détenus par l'entreprise. Pour une entreprise commerciale, il s'agit principalement des marchandises destinées à la revente. Dans le cas d'une entreprise industrielle, cela inclut les matières premières, les produits en cours de fabrication et les produits finis prêts à être vendus.
- Les valeurs réalisables : représentent les créances que l'entreprise peut convertir en liquidités dans un délai court, généralement inférieur à un an. Cela comprend notamment les sommes dues par les clients suite à des ventes à crédit.
- Les valeurs disponibles : regroupent les fonds immédiatement utilisables par l'entreprise. Cela inclut les espèces en caisse, les soldes bancaires positifs, les chèques à encaisser ainsi que tout autre moyen de paiement disponible rapidement.

### 1.6.2 La structure du passif :

La structure financière d'une entreprise fait référence à la manière dont ses ressources financières sont organisées et utilisées pour financer ses activités. Elle englobe la combinaison de ses fonds propres (capital social, réserves) et de ses dettes (emprunts, crédits). Une gestion adéquate de cette structure permet non seulement d'assurer une croissance durable, mais aussi de minimiser les risques financiers, et maximiser la valeur de l'entreprise.

#### 1.6.2.1 Capitaux propres :

Les capitaux propres, que l'on appelle également fonds propres, sont une notion de comptabilité d'entreprise. Ils représentent les ressources financières possédées par une société. De manière plus précise, il s'agit des fonds apportés par les associés ou actionnaires lors de la création de l'entreprise, mais aussi des bénéfices générés par l'activité de la société et non distribués.

Les capitaux propres sont donc constitués à la fois du capital social et des résultats non distribués. Ils sont calculés lors de la clôture de l'exercice comptable. Ainsi, les capitaux propres permettent d'évaluer la santé financière de l'entreprise, et donc de mesurer sa valeur à un instant T.

Il est fréquent de confondre capitaux propres et capital social. Pourtant, il s'agit de deux notions différentes. Les capitaux propres se composent en effet de plusieurs éléments, dont le capital social. Ces éléments sont au nombre de six : le capital social, les primes d'émission et d'apport, les réserves, le report à nouveau, le résultat net, et les subventions d'investissement<sup>26</sup>.

---

<sup>26</sup> Les capitaux propres d'une entreprise : définition, exemple et calcul, Consulté le 07/03/2025, <https://www.axiocap.com/blog/capitaux-propres-entreprise>

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

---

---

- Capital social :

Il s'agit de l'élément principal qui compose les capitaux propres d'une entreprise. Le capital social désigne les apports réalisés par les associés ou actionnaires en échange de droits sociaux lors de la constitution de la société ou au moment de l'augmentation du capital. Ces apports peuvent être :

- En numéraire (des sommes d'argent, qui doivent faire l'objet d'un dépôt de capital) ;
- En nature (des biens matériels ou immatériels) ;
- En industrie (un savoir-faire, des compétences).

- Réserves :

Les réserves représentent les bénéfices que l'entreprise a réalisés au cours d'un exercice comptable, mais qu'elle n'a pas distribués aux associés. Elles peuvent être utilisées pour financer l'activité de la société, renforcer sa trésorerie ou encore faire face aux imprévus et aléas de la vie de l'entreprise.

Il existe plusieurs types de réserves, parmi lesquelles on distingue principalement :

- La réserve légale : elle est imposée par la loi. Tant qu'elle n'atteint pas 10 % du capital social, les associés ont l'obligation d'affecter chaque année 5 % du bénéfice net à cette réserve. Elle constitue un mécanisme de protection des créanciers et renforce la solidité financière de l'entreprise.
- Les réserves statutaires : elles sont prévues librement par les statuts de l'entreprise. Les associés ou actionnaires peuvent décider de mettre de côté une partie des bénéfices selon des conditions et modalités fixées librement. Ces réserves peuvent répondre à des objectifs spécifiques (investissements, fonds de développement, etc.).

- Report à nouveau :

Le report à nouveau représente la part des bénéfices non distribués d'un exercice comptable, qui n'a été ni affectée aux réserves (légales, statutaires ou facultatives), ni distribué sous forme de dividendes aux associés. Autrement dit, c'est le solde des résultats non utilisés à la clôture de l'assemblée générale.

Le report à nouveau se fait dans la partie "passif du bilan", et il existe sous deux formes : le report à nouveau bénéficiaire ou déficitaire (positif ou négatif). Lorsque les bénéfices non distribués sont affectés au compte "report à nouveau", le solde est créditeur et enregistré dans le compte comptable 110. Cela se produit notamment lorsqu'une entreprise est bénéficiaire mais choisit de ne pas distribuer de dividendes, ou seulement une petite partie, préférant

## **Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise**

---

---

conserver le reste en réserve. En revanche, si l'entreprise est déficitaire, le report à nouveau est débiteur et inscrit au compte 119, reflétant une perte reportée sur les exercices suivants.

- Résultat net global :

Le résultat net comptable est un indicateur financier essentiel qui reflète la rentabilité globale d'une entreprise sur une période donnée. Ainsi, le résultat net donne un aperçu clair de la performance opérationnelle et financière. Il est non seulement crucial pour les gestionnaires et les investisseurs, mais également pour les parties prenantes telles que les créanciers et les actionnaires.

Le résultat net de l'exercice correspond au solde final entre l'ensemble des produits et des charges d'une entreprise sur une période comptable donnée, généralement un an. Il peut être positif (bénéfice) ou négatif (perte). Ce résultat est déterminé à partir du compte de résultat, qui récapitule l'activité économique de l'entreprise sur l'exercice. Le résultat net est ensuite affecté en assemblée générale, soit en distribution de dividendes, en réserves, en report à nouveau, ou en partie dans chacun.

- Primes d'émission et d'apport :

Ces primes interviennent lors d'une augmentation de capital. Elles sont dues par les nouveaux associés ou actionnaires, et correspondent à la différence entre la valeur réelle des titres et leur valeur initiale.

- Subventions d'investissements :

Ce sont des fonds versés par l'État ou les collectivités locales, dans l'objectif de financer certains investissements de l'entreprise. Contrairement à un crédit, il n'est pas nécessaire de le rembourser.

### **1.6.2.2 Dettes :**

La dette représente une somme d'argent ou une obligation qu'une personne physique ou morale doit rembourser à ses créanciers suite à un emprunt ou dans le cadre de son activité économique. Elle constitue une forme de financement externe, obtenue soit auprès des établissements financiers, des fournisseurs, ou de tout autre créancier ayant accordé un crédit à l'entreprise.

En d'autres termes, la dette reflète les montants que l'entreprise doit restituer à ses créanciers. Elle est un moyen de financement notamment pour investir dans de nouveaux projets ou gérer la trésorerie.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

---

---

Les dettes dans une entreprise peuvent prendre diverses formes :

- Les dettes financières : emprunt, compte courant d'associés, découverts bancaires, obligations, etc.
- Les dettes liées à l'exploitation : les dettes fournisseurs, ...
- Les autres dettes.

Il existe deux types de dettes : dette à long et moyen terme et dette à court terme.

- Dette à long et moyen terme :

Les dettes à long terme d'une entreprise représentent le montant de financement à long terme remboursable sur une période de plus d'un an. On trouve dans cette catégorie les emprunts bancaires (véhicule, outillage lourd, immobilier), les location-financements ou "crédit-bail", et l'émission d'obligation pour financer l'entreprise.

- Dette à court terme :

Les dettes à court terme doivent être remboursées sous un an maximum. Il peut s'agir de dettes fournisseurs, emprunts à court terme, charges à payer (charge salariale, charge fiscale).

### 1.7 Ratios de la structure financière :

Les ratios financiers sont des indicateurs utilisés pour conduire des analyses financières d'entreprises. Ils sont, les plus souvent, utilisés par le dirigeant pour suivre son entreprise ou par des repreneurs d'entreprises et investisseurs, notamment dans le cadre d'une évaluation.

#### 1.7.1 Définition de la notion ratio :

**Selon Herbert de la Bruslerie :** « un ratio est un rapport entre deux quantités variables entre lesquelles existe une relation logique de nature économique ou financière. Sans ce lien logique, un ratio est un simple chiffre inexploitable dans le diagnostic financier »<sup>27</sup>.

En comparant ces éléments sous forme de rapport, les ratios offrent une perspective globale sur la situation financière de l'entreprise, facilitant ainsi son analyse et sa comparaison avec d'autres entreprises.

---

<sup>27</sup> Herbert de la Bruslerie, Op.Cit, Page 190.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

### 1.7.2 Définition des ratios de structure financière :

Les ratios de structure financière sont des indicateurs permettant d'analyser l'équilibre financier d'une entreprise. Ils mesurent la manière dont une entreprise finance ses actifs à long terme, en comparant les ressources stables (capitaux propres et dettes à long terme) aux emplois durables (immobilisations). Ces ratios aident à évaluer la solvabilité, la dépendance à l'endettement, et la capacité de l'entreprise à générer des fonds propres pour financer sa croissance et ses investissements.

Il existe une multitude de ratios permettant d'analyser la structure financière d'une entreprise. Il est donc essentiel de sélectionner les plus pertinents en fonction de l'entreprise et de son secteur d'activité. À cet effet, les ratios les plus significatifs sont regroupés comme suit :

#### 1.7.2.1 Ratio d'indépendance financière :

Le ratio d'indépendance financière mesure, comme son nom l'indique, l'indépendance de votre entreprise vis-à-vis de ses financeurs externes. Elle détermine l'importance (en pourcentage) des capitaux propres sur les capitaux stables (comprenant également les dettes financières). Il doit se situer au moins à 50 % pour que la structure des ressources stables de l'entreprise soit équilibrée.

Le ratio d'indépendance financière se calcule comme suit<sup>28</sup> :

$$\text{Indépendance financière} = (\text{Capitaux Propres} / \text{Capitaux Permanents}) * 100$$

Un ratio trop faible montre que l'entreprise dépend fortement des financements extérieurs. Cela peut rendre difficile l'obtention de nouveaux crédits, car l'entreprise ne dispose pas d'assez de ressources propres pour assurer sa stabilité financière.

#### 1.7.2.2 Ratio d'autonomie financière :

Le ratio d'autonomie financière est un indicateur clé utilisé en analyse financière pour évaluer la capacité d'une entreprise à se financer par ses propres ressources, sans recourir excessivement à des financements externes. Ce ratio mesure donc la part des capitaux propres dans le financement global de l'entreprise par rapport à ses dettes.

$$\text{Autonomie financière} = (\text{Capitaux Propre} / \text{Total Passif}) * 100$$

<sup>28</sup> L'analyse financière par la méthode des ratios, consulté le 10/03/2025, <https://coursabrun.typepad.fr/files/chapitre-4>

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

En pratique, ce ratio doit être d'au moins 20 %. S'il est inférieur à ce seuil, cela peut indiquer que l'entreprise dépend trop des financements externes, ce qui augmente son niveau d'endettement.

Plus le ratio d'autonomie financière est élevé, plus les fonds propres de l'entreprise sont solides et plus sa capacité à rembourser ses dettes est élevée. Plus ce ratio est bas, plus les entreprises sont dépendantes des financements extérieurs. Il convient de noter que les fonds propres font référence à toutes les sources de financement dont dispose une entreprise.

### 1.7.2.3 Ratio d'endettement :

Le ratio d'endettement global est un indicateur clé permettant d'évaluer la structure financière d'une entreprise en mesurant la part de ses dettes totales (à court, moyen et long terme) par rapport à l'ensemble de ses actifs. Il indique dans quelle mesure les actifs de l'entreprise sont financés par des emprunts plutôt que par des fonds propres.

Un ratio d'endettement global élevé indique que l'entreprise s'appuie fortement sur l'endettement pour financer ses actifs, ce qui peut la rendre plus exposée aux risques financiers. À l'inverse, un ratio faible traduit une plus grande indépendance vis-à-vis des financements externes, avec un recours limité à l'endettement.

Le ratio d'endettement se calcule comme suit<sup>29</sup> :

$$\text{Endettement} = (\text{Dettes Totales} / \text{Capitaux Propres}) * 100$$

### 1.7.2.4 Ratio de solvabilité :

Le ratio de solvabilité est un indicateur essentiel qui permet d'évaluer la capacité d'une entreprise à rembourser l'ensemble de ses dettes, en particulier en cas de cessation d'activité, de liquidation ou de vente de ses actifs. Il donne une vision globale sur la solidité financière à long terme de l'entreprise, en mesurant si les ressources détenues (actifs) sont suffisantes pour couvrir les engagements (dettes).

Un ratio de solvabilité élevé indique que l'entreprise possède un volume d'actifs largement supérieur à celui de ses dettes. En revanche, un faible ratio révèle que les dettes dépassent les actifs de l'entreprise, ce qui pourrait rendre difficile le remboursement de ses obligations financières et cela met en évidence une fragilité financière.

<sup>29</sup> Les Ratios Financiers : choix et calcul, consulté le 11/03/2025, <https://www.cours-cherry.fr/media/les-ratios-financiers.pdf>

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

Le ratio de solvabilité se calcule comme suit<sup>30</sup> :

$$\text{Ratio de solvabilité} = (\text{Total Actifs} / \text{Total Dettes}) * 100$$

### 1.7.2.5 Ratio de financement des immobilisations :

Le ratio de financement des immobilisations mesure la capacité d'une entreprise à financer ses actifs à long terme (immobilisations) par des ressources à long terme (capitaux propres et dettes à long terme). Il permet d'évaluer l'équilibre financier en vérifiant si les investissements à long terme sont soutenus par des financements stables et permanents.

Un ratio élevé de financement des immobilisations indique que l'entreprise finance ses actifs à long terme principalement avec des ressources stables et permanentes. Cela suggère une structure financière solide, avec une bonne capacité à faire face aux obligations à long terme et une gestion saine de ses ressources.

En revanche, un faible ratio de financement des immobilisations signifie que l'entreprise dépend davantage de ressources à court terme pour financer ses actifs à long terme. Cela peut signaler un déséquilibre financier, car l'entreprise pourrait être exposée à un risque accru de liquidité et avoir plus de difficultés à faire face à ses obligations à long terme.

Le ratio de financement des immobilisations se calcule comme suit<sup>31</sup> :

$$\text{Financement des immobilisations} = \text{Capitaux Permanents} / \text{Actifs Immobilisés}$$

## 2. La politique de financement :

L'objectif de toute entreprise est d'atteindre la croissance et l'avancement, pour cela, elle doit bien façonner les politiques qui permettent d'atteindre cet objectif, y compris la politique financière qui est considérée comme l'un des aspects les plus importants que l'entreprise cherche à suivre et à rationaliser.

### 2.1 Définition de la politique financière :

**Selon A. Rivet** : « la politique financière de l'entreprise consiste d'abord à mettre en œuvre des décisions permettant d'obtenir une création de valeur maximale pour les pourvoyeurs de fonds en particulier les actionnaires »<sup>32</sup>.

<sup>30</sup> Luc Bernet ROLLANDE, « Pratique de l'analyse financière », Edition Dunod, 2<sup>ème</sup> édition, Paris, 2015, Page 187.

<sup>31</sup> Jacques VILLENEUVE, « Analyse d'États financiers par ratios », Publié par la direction des communications, N° de document 1426, Québec, 1995, Page 17.

<sup>32</sup> Rivet Alain, « Gestion financière », Edition Ellipses, Paris, 2003, Page131.

## **Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise**

---

**Selon Pierrat Christian** : « La politique financière est la conduite des affaires de l'entreprise pour ce qui concerne ses aspects financiers structurels. Elle consiste à préparer et à prendre les décisions utiles en vue d'atteindre l'objectif de maximisation de la richesse. Cela suppose la définition et la mise en place d'instruments de mesure et d'évaluation adaptés ». <sup>33</sup>

La politique financière d'une entreprise, c'est la façon dont ses dirigeants organisent et contrôlent l'argent qui entre et sort, pour atteindre les objectifs de l'entreprise. Elle utilise différents outils de la finance pour bien gérer les ressources, faire les bons choix et assurer le bon fonctionnement de l'entreprise <sup>34</sup>.

Le PDG intervient dans la politique financière de l'entreprise à travers trois grands axes, qu'on peut considérer comme les trois règles essentielles à suivre :

- Identifier et équilibrer les sources de financement et les dépenses ;
- Optimiser les coûts et les gains ;
- Arbitrer et décider entre différentes options possibles.

### **2.2 Principales composantes de la politique financière :**

Les principales composantes de la politique financière sont :

- L'identification des besoins de financement et leur minimisation ;
- La recherche des ressources financières au moindre coût et à risque supportable ;
- L'équilibrage des ressources entre elles et avec les emplois de fonds ;
- La décision d'investissement et la recherche des gains maximaux ;
- La décision de distribuer des revenus aux associés ;
- La gestion des risques d'investissement et de financement ;
- L'optimisation de la valeur de la firme.

Ces différentes composantes montrent que la politique financière ne se limite pas à gérer de l'argent au quotidien. Elle joue un rôle stratégique essentiel dans la vie de l'entreprise. En prenant les bonnes décisions financières, les dirigeants assurent la stabilité, la croissance et la rentabilité de l'entreprise, tout en préparant son avenir. C'est donc un outil clé pour atteindre les objectifs économiques à court, moyen et long terme.

---

<sup>33</sup> Pierrat Christian, « La politique financière de l'entreprise », Edition la découverte, Paris, 1996, Page 3.

<sup>34</sup> Idem, Page 3.

### 2.3 Rôles de la politique de financement :

- Elle agit en tant qu'équilibrage en ajustant les ressources aux besoins de l'entreprise ;
- Elle optimise en recherchant l'obtention des ressources au moindre coût possible ;
- Elle arbitre en définissant une accumulation de ressources acceptable pour toutes les parties prenantes ;
- Une bonne politique de financement doit conduire à une trésorerie saine, en s'appuyant sur une analyse rigoureuse des flux de trésorerie entrants et sortants.
- Un élément clé de la responsabilité de gouvernance est de ne pas prendre de risques excessifs dans la poursuite des objectifs publics. La politique financière identifie les risques importants pour la situation financière.

### 2.4 Objectifs de la politique de financement:

Le choix d'une politique financière doit permettre de répondre à deux objectifs :

- Mettre à la disposition de l'entreprise les capitaux utiles à son développement au bon moment, au meilleur coût, en étant en parfaite cohérence avec ses objectifs stratégiques;
- Participer activement à la valorisation de l'entreprise, en liaison étroite avec les autres variables de croissance<sup>35</sup>.

### 2.5 La politique de financement et les étapes de la vie de l'entreprise :

#### 2.5.1 La phase de création :

De la même manière que la politique financière est déterminée par la stratégie de l'entreprise, elle est aussi influencée par les étapes de la croissance.

Durant la phase de création ou de démarrage, la politique financière consiste à procurer d'importants capitaux pour financer les investissements initiaux (machines, par exemple), tout en veillant à respecter les équilibres financiers globaux afin de ne pas subir de problèmes de liquidités<sup>36</sup>.

#### ➤ Éléments clés de la politique financière en phase de création :

- Rechercher des financements ;
- Assurer la solvabilité et la liquidité de l'entreprise ;
- Évaluer les investissements de production, de recherche, de capacité, etc ;
- Établir de bonnes relations avec les banquiers.

---

<sup>35</sup> Cabane Pierre, «L'essentiel de la finance à l'usage des managers», Edition d'organisation, 2 édition, Paris, 2004, Page 191.

<sup>36</sup> Hassiani Abdelhamid, Ait sahed Imene, « Le choix de la politique financière de l'entreprise », revue des sciences administratives et financières, Vol 01, N°01, Algérie, Décembre 2017, Page 641.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

---

### 2.5.2 La phase de croissance :

Pendant la phase de croissance, l'entreprise a des besoins de financement importants, notamment pour agrandir ses capacités de production et financer ses stocks ou les crédits accordés aux clients. Les ressources internes (autofinancement) sont souvent insuffisantes. Cependant, l'entreprise a désormais un meilleur profil pour obtenir des financements externes, surtout auprès des banques.

➤ Éléments clés de la politique financière en phase de croissance :

- Augmenter la rentabilité ;
- Développer l'autofinancement ;
- Renégocier les conditions bancaires ;
- Évaluer les investissements marketing ou de renouvellement ;
- Réfléchir aux moyens d'accroître la valeur de l'entreprise ;
- Optimiser la fiscalité.

### 2.5.3 La phase de maturité :

À la phase de maturité, la croissance de l'entreprise ralentit, ce qui réduit ses besoins en financement. Grâce à un bon niveau de production, elle couvre facilement ses charges fixes et génère beaucoup d'autofinancement. La rentabilité est élevée, les problèmes de trésorerie sont résolus, et l'endettement est faible. Souvent, l'entreprise dispose même d'un excès de liquidités et doit réfléchir à comment investir ou placer ses surplus. Toutefois, malgré cette stabilité, c'est une période délicate, elle doit rester prudente et anticiper l'avenir pour maintenir sa position.

➤ Éléments clés de la politique financière en phase de maturité :

- Placer les excédents de trésorerie ;
- Mettre en place une politique de distribution de dividendes ;
- Communiquer sur les performances et la valeur de l'entreprise ;
- Envisager une introduction en bourse ;
- Étudier les scénarios de développement futur de l'entreprise ;
- S'intéresser à des opérations de croissance externe.

### 2.5.4 La phase de stagnation :

Quand une entreprise ne prend pas les bonnes décisions pendant sa période de maturité, elle entre en stagnation, ce qui peut la mener au déclin. Elles rencontrent alors des difficultés, mais sans réelles perspectives de croissance.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

---

---

- Éléments clés de la politique financière en phase de stagnation :
  - Rechercher des financements ;
  - Éviter la crise de liquidités ;
  - Rassurer les créanciers ;
  - Préparer un plan de redressement ;
  - Envisager la vente de l'entreprise<sup>37</sup>.

La structure financière et la politique de financement d'une entreprise sont essentielles pour sa stabilité, sa croissance et l'optimisation de sa valeur. Elles définissent la gestion des ressources financières, des dettes et des capitaux propres, et jouent un rôle clé dans la capacité de l'entreprise à créer de la valeur. Une structure financière solide réduit les risques, soutient les investissements et garantit la durabilité de l'entreprise, ce qui renforce sa position et sa valeur sur le marché.

---

<sup>37</sup> Cabane Pierre, « L'essentiel de la finance à l'usage des managers », Editions d'organisation, 2e édition, Paris, 2004, Page 196.

## Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise

---

---

### Conclusion :

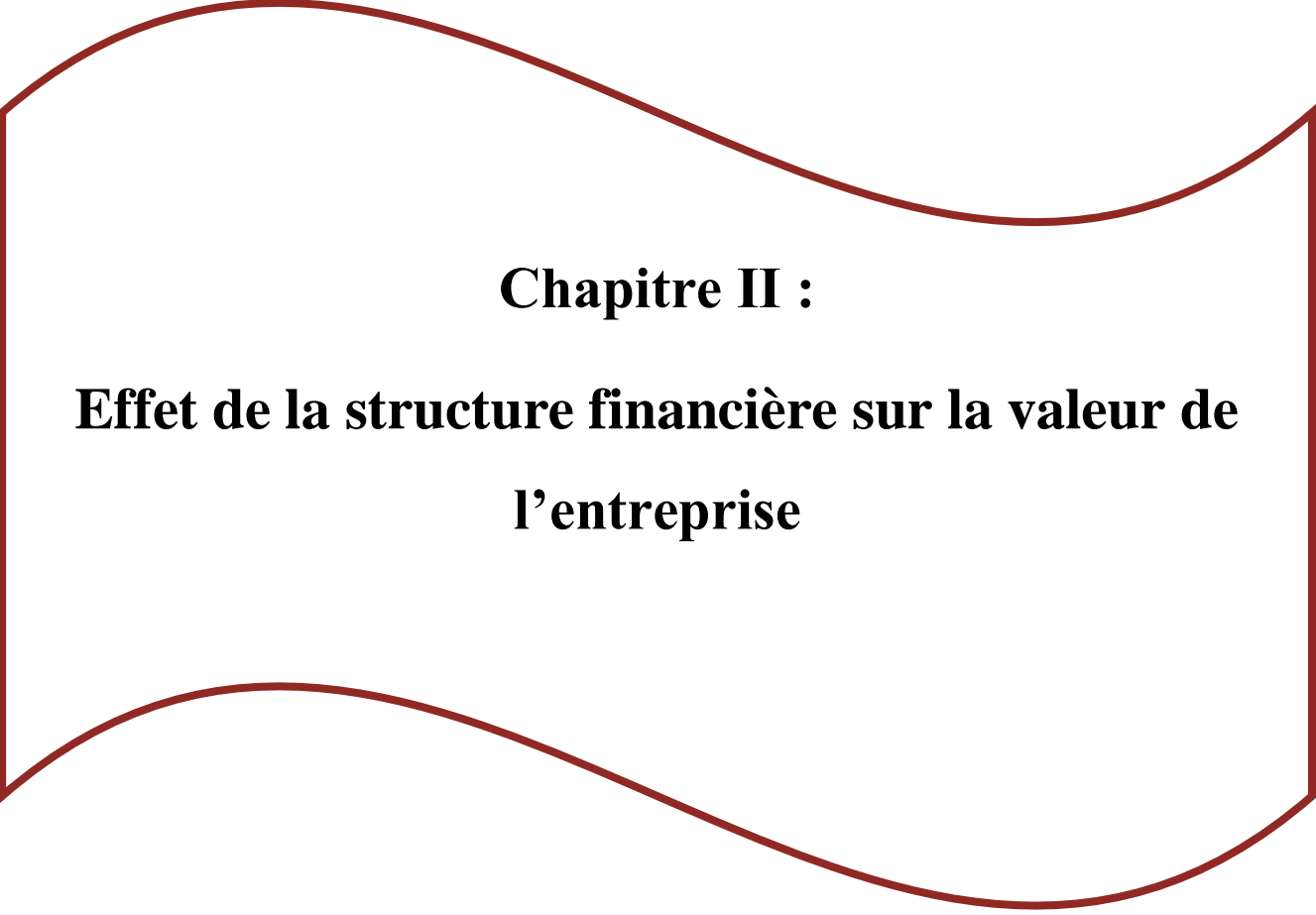
Le premier chapitre nous a permis de faire une revue succincte des théories fondatrices de l'analyse financière sur la structure financière, en vue d'une identification des éléments susceptibles de contribuer à la présentation d'un cadre conceptuel du lien dynamique entre la structure financière et la valeur de l'entreprise.

Dans un contexte de marché parfait, les travaux de Modigliani et Miller ont montré, dans leur première théorie de 1958, que la structure financière n'affecte pas la valeur de l'entreprise.

Selon cette théorie, le choix entre financement par fonds propres ou par endettement n'a aucune incidence sur la valeur de l'entreprise, étant donné l'absence d'impôts et de coûts de transaction. Cependant, dans leur deuxième théorie, publiée en 1963, ils ont intégré la fiscalité et ont démontré que l'endettement peut, sous certaines conditions, augmenter la valeur de l'entreprise.

Toutefois, dans un environnement économique réel, marqué par des imperfections de marché, d'autres théories viennent enrichir cette analyse. La théorie de l'agence souligne que la structure financière peut être utilisée comme un levier pour réduire les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants ou entre créanciers et actionnaires, influençant ainsi positivement ou négativement la valeur de l'entreprise. La théorie du signal, quant à elle, considère le recours à la dette comme un moyen de signaler la qualité et la confiance des dirigeants dans les perspectives de l'entreprise. La théorie de l'ordre hiérarchique propose une autre lecture, affirme que les entreprises préfèrent utiliser d'abord le financement interne, puis le financement externe (dette, émission d'actions). Enfin, la théorie des coûts de transaction met en avant l'importance des frais liés à l'émission de titres ou à la négociation de financements, qui influencent directement les choix de structure et par conséquent, la valeur globale de l'entreprise.

Dans la dernière section, nous avons vu que la politique financière de l'entreprise et sa structure financière sont étroitement liées, car les choix de financement influencent directement la rentabilité, le risque et la flexibilité financière. Une structure financière bien adaptée permet de soutenir les objectifs stratégiques de l'entreprise, tout en optimisant le coût du capital. Ainsi, leur interaction conditionne la capacité de l'entreprise à créer de la valeur de manière durable.



**Chapitre II :**  
**Effet de la structure financière sur la valeur de  
l'entreprise**

### Chapitre II : Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise.

#### Introduction :

La gestion de la valeur est devenue un axe privilégié de la conduite des grandes entreprises et tend à s'imposer à la fois comme un indicateur standard de performances et comme une mesure universelle de la pertinence des décisions stratégiques. La création de valeur a envahi la scène médiatique et apparaît comme un objectif central de la communication financière des grandes entreprises.<sup>38</sup>

L'importance de la structure financière, dans la détermination de la rentabilité et de la valeur de l'entreprise, amène la Direction Financière à ne pas la considérer comme une donnée qu'il faut subir, mais comme un élément sur lequel il faut agir. Elle désigne la manière dont une entreprise combine fonds propres et dettes pour financer ses activités. Ce choix n'est jamais neutre car il influence à la fois le risque financier, la rentabilité attendue et donc inévitablement la valeur de l'entreprise. Le recours à la dette peut permettre d'augmenter la rentabilité des capitaux propres via l'effet de levier, mais au prix d'un risque accru. À l'inverse, une structure trop axée sur les fonds propres peut freiner la croissance si les capitaux sont limités. Il faut donc trouver un équilibre optimal.

Une utilisation efficace des ressources du point de vue de la gestion financière suppose que l'entreprise ne réalise que des investissements dont la rentabilité anticipée soit au moins égale au coût du capital. Le respect de cette règle permet de s'assurer, sur le plan financier, que les risques découlant des choix des dirigeants sont suffisamment rémunérés et qu'ils n'altèrent pas la valeur de l'entreprise. Si l'entreprise ne parvient pas à générer un rendement supérieur à ce coût, elle détruit de la valeur. Ainsi, la relation entre le coût du capital et la valeur de l'entreprise devient un enjeu stratégique (plus le coût est maîtrisé, plus la valeur est susceptible d'augmenter).

L'étude de la structure financière se fonde sur l'interaction entre le financement interne et le financement externe. Chaque choix de financement a un impact sur la valeur de l'entreprise. Ainsi, l'entreprise peut opter pour diverses sources de financement, lui offrant la possibilité de définir une structure financière optimale et alignée avec ses objectifs.

---

<sup>38</sup> Christian Hoarau, Robert Teller, « Création de valeur et management de l'entreprise », Edition Vuibert, 2002, France, Page 1.

## **Chapitre II : Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise**

---

---

Dans ce chapitre, nous allons dans un premier temps analyser les fondements de la valeur de l'entreprise ainsi que les différents critères permettant de la mesurer. Ensuite, nous étudierons de manière approfondie le coût du capital, ses composantes et ses méthodes de calcul, afin de comprendre son interaction avec la création de valeur. Enfin, nous terminerons par une exploration des différents modes de financement, en mettant en évidence leur impact respectif sur la valeur de l'entreprise.

### Section 1 : Les fondements de la valeur de l'entreprise.

Les fondements conceptuels des modèles de gestion de la valeur trouvent leur origine dans la théorie microéconomique néoclassique et s'inspirent des principaux enseignements de la théorie financière, notamment en matière d'évaluation des entreprises. La valeur d'une entreprise, définie par sa capacité à générer des flux de trésorerie futurs et à créer de la richesse pour ses actionnaires. Sa détermination est essentielle pour de nombreuses parties prenantes (investisseurs, créanciers, dirigeants), car elle guide les décisions stratégiques, les investissements et les choix de financement.

Dans cette section, nous explorerons les bases de la valeur de l'entreprise, en commençant par les différentes définitions de la valeur. Nous aborderons ensuite les hypothèses fondamentales qui sous-tendent la création de valeur au sein des organisations. Enfin, nous mettrons en lumière les principaux indicateurs internes et externes, utilisés pour mesurer la valeur d'une entreprise.

#### 1. Notion de la valeur de l'entreprise :

##### 1.1 Définitions de la valeur de l'entreprise :

**Selon BRILMAN.J et MAIRE.C :** La valeur est « cette qualité conventionnelle de l'objet qui lui est attribuée à la suite de calculs ou d'une expertise, la valeur n'est pas un fait mais une opinion »<sup>39</sup>.

La valeur est une estimation effectuée sur la base des données comptables, financières et environnementales, ou le produit d'une approche théorique, une comparaison ou tout simplement le recours à une référence.

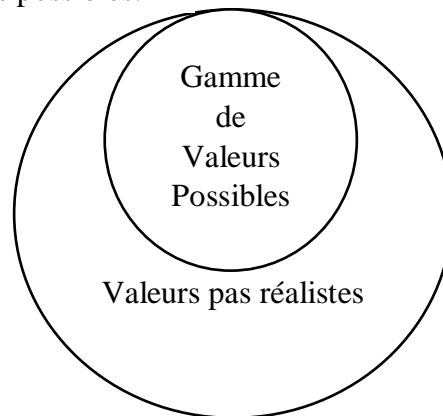
La « valeur » n'est pas un concept qui peut être facilement inclus dans une définition universellement valable ; il n'y a pas de mesure unique pour cela, même pas d'un point de vue quantitatif, puisque, selon les instruments utilisés, les données prises comme référence et l'interprétation proposée, on peut obtenir des résultats différents.

Une valeur est beaucoup plus susceptible d'être définie, en termes quantitatifs, à travers une gamme de valeurs possibles, dont l'ampleur dépend de la précision méthodologique et de la capacité du modèle à interpréter les spécificités métier.

---

<sup>39</sup> Brilman. J et Maire .C, « Manuel des évaluations des entreprises », les éditions d'organisation, Paris, 1990, Page 19.

**Figure 5:** Gamme de valeurs possibles.



**Source :** DOUGLAS SCARRETT, « Évaluation de la propriété : les cinq méthodes », Edition Routledge, 3<sup>ème</sup> édition, London, 2008, Page10.

La valeur n'est donc ni un concept absolu ni un concept unique. Il existe, en fait, plus d'une configuration de valeur, selon le but de la mission et les caractéristiques de l'entreprise.

### **1.1.1 Définition de la valeur financière de l'entreprise :**

La valeur d'entreprise représente en effet la valeur totale de l'entreprise, incluant la valeur des fonds propres mais aussi de la dette. Ainsi, conformément à l'équilibre entre actif et passif, la valeur d'entreprise prend donc en compte tous les actifs de l'entreprise puisqu'elle inclut tous les passifs.

Elle est donc souvent utilisée pour évaluer le coût d'acquisition d'une entreprise dans une opération de fusion-acquisition, ou pour mesurer la performance financière d'une entreprise, en l'occurrence l'augmentation de sa valeur.

Donc, la valeur de l'entreprise est essentielle pour savoir combien elle vaut lors d'un achat ou d'une vente, et elle permet aussi de voir si les décisions prises augmentent la richesse créée.

#### ➤ Distinction entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres :

La valeur d'entreprise représente la valeur totale d'une entreprise, en tenant compte à la fois de ses fonds propres et de sa dette financière nette. Elle reflète le coût total qu'un acquéreur devrait payer pour racheter l'entreprise dans son ensemble. En revanche, la valeur des fonds propres correspond uniquement à la valeur des actions détenues par les actionnaires, sans inclure la dette. Ainsi, la valeur d'entreprise est une mesure plus globale, tandis que la valeur des fonds propres se concentre uniquement sur la part revenant aux actionnaires.

### 1.1.2 Définition actionnariale de la valeur :

Selon une perspective actionnariale issue de la théorie néoclassique, la finalité première de l'entreprise est de maximiser la richesse de ses actionnaires.

La valeur actionnariale représente la création de valeur appropriée exclusivement aux actionnaires, c'est-à-dire le surplus de richesse généré par l'entreprise qui leur revient. C'est un concept proche de la création de valeur, dont il ne se distingue que par l'appropriation de la valeur créée au profit exclusif des actionnaires et non pas au profit de l'ensemble des pourvoyeurs de fonds de l'entreprise : actionnaires + créanciers.

La valeur qu'un actionnaire peut retirer de son investissement dans une société correspond à la différence entre le prix de vente et le prix d'achat d'une action, à laquelle s'ajoutent les dividendes perçus pendant une période donnée.

### 1.1.3 Définition de la valeur pour une entreprise cotée et non cotée :

La valeur de marché est représentée par la capitalisation boursière si la société est cotée ou par la valeur actualisée du flux de trésorerie disponible ou des dividendes si la société n'est pas cotée.<sup>40</sup>

La valeur de marché de l'entreprise est définie comme la valeur nette actualisée des flux financiers dégagés par ses actifs (ou ses activités) et disponibles pour rémunérer les actionnaires. Elle représente la richesse que cette dernière est potentiellement capable de créer. Pour les entreprises cotées, la valeur dans un marché efficient est représentée par la capitalisation boursière.<sup>41</sup>

La « valeur de marché » dans ce contexte fait référence à la valeur économique de l'entreprise, qu'elle soit évaluée par les marchés (si elle est cotée) ou estimée par des méthodes financières (si elle ne l'est pas).

Le principe ici, c'est que la valeur actuelle nette des flux futurs de trésorerie générés par les actifs, c'est un modèle d'évaluation universel, applicable à toute entreprise, même si l'on ne dispose pas d'un cours boursier.

## 1.2 Distinction entre prix et valeur:

Il est important de distinguer la notion de valeur de celle de prix, car elles ne correspondent pas toujours au même montant. Le prix représente la somme réellement versée par l'acheteur au

---

<sup>40</sup> Christian Hoarau, Robert Teller, Op.cit, Page 24-25.

<sup>41</sup> Idem, Page 18.

## Chapitre II : Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise

---

---

vendeur, à l'issue d'une négociation. En revanche, la valeur résulte d'un calcul plus théorique, fondé sur des méthodes d'évaluation spécifiques.

**Selon LA CHAPELLE.P :** « Évaluer tout ou partie d'une entreprise consiste à déterminer le prix le plus probable auquel une transaction pourrait se conclure dans des conditions normales de marché »<sup>42</sup>.

Cette définition souligne que le prix suppose une transaction réelle, alors que la valeur peut exister en dehors de tout échange. Ainsi, le prix est une donnée objective, issue du marché, tandis que la valeur reste plus subjective, car elle dépend de l'évaluateur, de ses hypothèses et de ses objectifs.

**Selon Briman.J et Maire.C :** « Le prix effectivement payé dans une transaction, contrairement à la valeur, est un fait tangible. Il peut arriver que le prix payé soit considéré comme une pure folie par rapport à une valeur dite raisonnable »<sup>43</sup>. Il peut y avoir un écart important entre la valeur de l'entreprise déterminée et le prix effectivement payé par l'acheteur.

Donc, nous pouvons dire que la valeur qui résulte après une évaluation de l'entreprise servira à déterminer le prix de vente ou d'achat d'une entreprise.

### 1.3 Types de valeurs de l'entreprise:

#### 1.3.1 La valeur intrinsèque :

La valeur interne d'une entreprise (ou valeur intrinsèque) est une estimation objective de sa valeur réelle, déterminée en actualisant l'ensemble des flux de trésorerie futurs attendus au taux d'actualisation approprié. Elle repose sur une analyse approfondie des fondamentaux économiques de l'entreprise, ses actifs, sa rentabilité, ses perspectives à long terme et sa stabilité financière. Cette valeur reflète la valeur économique totale de l'entreprise, c'est-à-dire la valeur de ses actifs économiques en tenant compte de sa structure de financement, notamment à travers le coût du capital.

#### 1.3.2 La valeur boursière :

La valeur boursière, également appelée capitalisation boursière, ou encore valeur du marché, est la valorisation de marché d'une entreprise à un instant donné. Elle est calculée en multipliant

---

<sup>42</sup> De LA CHAPELLE. P, « Évaluation Des entreprises », Edition Economica, 3eme édition, Paris, 2007, Page 13.

<sup>43</sup> Brilman. J et Maire .C, Op.cit, Page 19.

## Chapitre II : Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise

---

---

le nombre total d'actions en circulation par le cours actuel de l'action sur le marché. La valeur boursière reflète donc la perception collective des investisseurs, influencée par les anticipations, la confiance, les conditions économiques et les facteurs externes. Elle peut fluctuer rapidement en fonction des informations, des résultats financiers, ou des événements affectant l'entreprise.

### 1.4 Hypothèses fondamentales des indicateurs de création de valeur :

Les indicateurs de création de valeur ou de mesure de la valeur de l'entreprise (comme le ROI, EVA, MVA, etc.) ne sortent pas de nulle part. Ils sont basés sur trois grandes hypothèses qui structurent la manière dont on gère une entreprise pour générer de la valeur.

- L'hypothèse de gestion déléguée par lignes hiérarchiques (décomposition en centres de responsabilité) : L'entreprise est structurée en centres de responsabilité (comme des départements ou unités), avec des managers responsables de leurs performances. Cela permet de déléguer la gestion et de mieux piloter les performances locales, tout en restant aligné avec les objectifs globaux.
- L'articulation court terme-long terme à partir du processus formel, plan budget contrôle : L'entreprise utilise un processus structuré tel que la planification stratégique (long terme), budgets annuels (court terme) et contrôle de gestion (suivi des écarts). Ce mécanisme permet de faire le lien entre les décisions à court terme et les objectifs stratégiques à long terme.
- L'hypothèse culturelle de la gestion par des contrats d'objectifs fondés sur des indicateurs financiers : Cette hypothèse repose sur l'idée que les dirigeants et responsables d'une entreprise sont gérés à travers des objectifs chiffrés, principalement financiers (exp : chiffre d'affaires, retour sur investissement, marge).

Cette vision est cohérente avec l'idée que l'on peut décliner les objectifs stratégiques de haut en bas en utilisant des indicateurs financiers du type Return on Investment, à condition d'en corriger les effets pervers par le mécanisme de l'imputation du coût des capitaux investis<sup>44</sup>.

### 1.5 L'identification des principaux leviers stratégiques de la création de valeur :

Les dirigeants gèrent l'entreprise avec l'objectif principal de créer de la richesse pour les actionnaires. Pour atteindre cet objectif, ils utilisent quatre grands moyens (ou leviers), qu'on appelle « leviers stratégiques » :

---

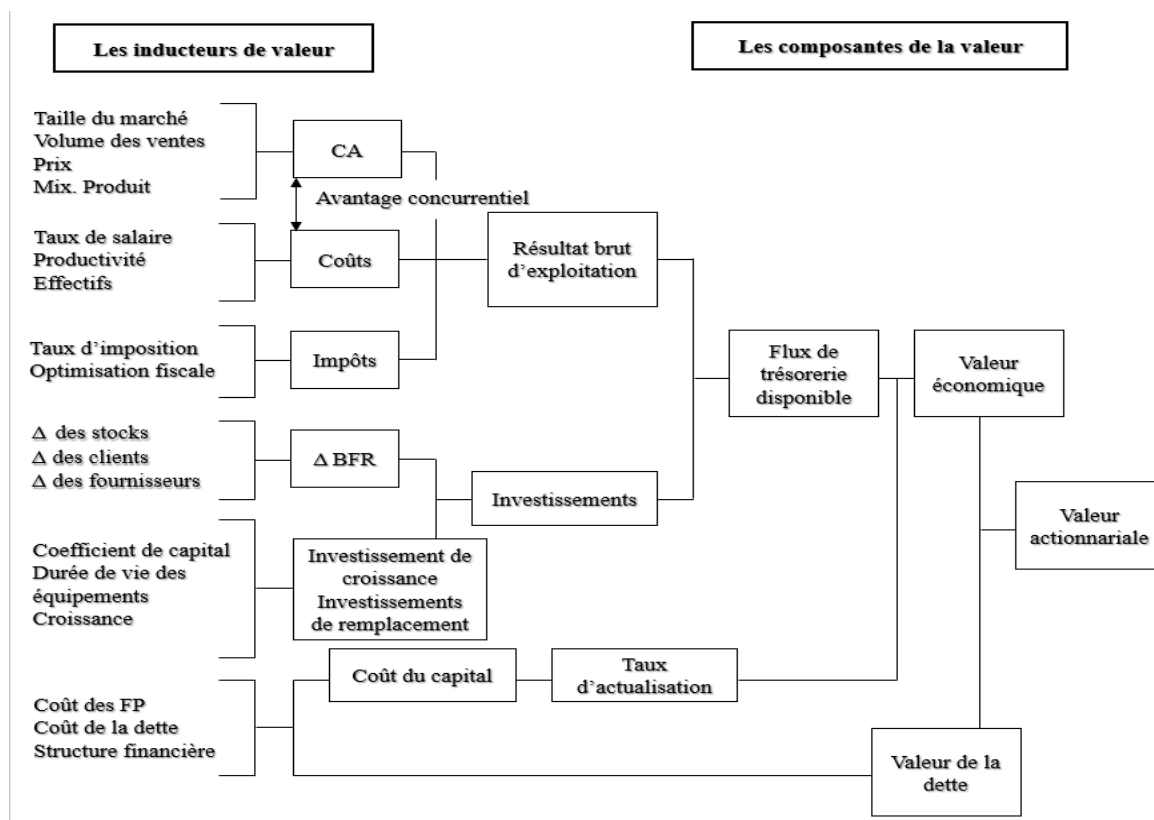
<sup>44</sup> Christian Hoarau, Robert Teller, Op.cit, Page 18-19.

## Chapitre II : Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise

- La rationalisation des coûts destinée à accroître la productivité;
- Le recentrage stratégique : ici, l'entreprise choisit de se concentrer sur les activités ou les opportunités de croissance les plus rentables, que ce soit en développant ses propres activités (croissance interne) ou en rachetant d'autres entreprises (croissance externe).
- Pilotage par le coût du capital, c'est-à-dire gérer l'entreprise en visant une rentabilité supérieure à ce coût, et en impliquant le personnel à travers des objectifs financiers.
- L'optimisation financière : ce levier concerne la manière dont l'entreprise finance ses activités. Elle peut choisir de s'endetter ou de se désendetter en fonction des taux d'intérêt, pour réduire son coût du capital et augmenter la valeur créée.

Une étude analytique et prospective de ces éléments fondamentaux implique en amont une analyse des inducteurs de valeurs, c'est-à-dire des variables ayant une influence sur les paramètres de la création de valeur. Les principaux inducteurs opérationnels et financiers de la création de valeur sont résumés dans la figure suivante <sup>45</sup>.

**Figure 6:** Les paramètres de création de valeur.



**Source :** C. Hoarau, « Maîtriser le diagnostic financier », Groupe Revue fiduciaire, 2<sup>ème</sup> édition, 2001, Page 55.

<sup>45</sup> Christian Hoarau, Robert Teller, Op.cit, Page 54.

### 1.6 Mesure de la valeur de l'entreprise :

Évaluer la valeur d'une entreprise consiste à déterminer, selon une démarche rigoureuse, la mesure de sa performance et de son potentiel futur. Cette estimation repose sur des modèles quantitatifs qui intègrent aussi bien les éléments comptables que les flux financiers anticipés. La diversité des indicateurs employés reflète la complexité de cette opération.

Pour ce faire, plusieurs indicateurs sont utilisés afin de mesurer cette valeur créée. Parmi les plus couramment on retrouve ROI, ROE, EVA, TSR et MVA.

#### 1.6.1 Indicateurs de mesure de la valeur interne :

Les indicateurs de valeur intrinsèque, aussi appelés indicateurs de gestion, sont liés à la performance interne de l'entreprise. Ils évaluent son efficacité économique en comparant la richesse créée pendant l'activité à la somme des capitaux investis.

##### 1.6.1.1 La rentabilité économique (ROI) :

La rentabilité économique ou Return On Investment (ROI) est un indicateur clé dans la mesure de la valeur de l'entreprise, car elle évalue la capacité de celle-ci à créer de la richesse grâce à son activité opérationnelle, en utilisant efficacement l'ensemble des ressources engagées, qu'elles soient financées par les capitaux propres ou par la dette.

**D'après SOLNIK Bruno :** « L'entreprise a besoin de l'ensemble de ses actifs pour générer ses bénéfices. Il est donc important de mesurer la rentabilité qu'elle génère sur ses investissements »<sup>46</sup>.

La rentabilité économique se calcule comme suit :

$$\text{Rentabilité économique} = \text{Résultat d'exploitation} / \text{Capitaux investis}$$

- ❖ L'importance de la rentabilité économique dans la création de valeur :
- La rentabilité économique est un critère essentiel pour valoriser une entreprise, notamment dans les méthodes d'évaluation par actualisation des flux futurs, car elle traduit la capacité de l'entreprise à générer des profits durables à partir de ses actifs.
- Elle sert aussi à comparer la performance d'une entreprise avec le coût moyen pondéré du capital (CMPC). Si la rentabilité économique est supérieure au CMPC, l'entreprise crée de la valeur ; sinon, elle en détruit.

---

<sup>46</sup> SOLNIK B, « Gestion financière », Edition Nathan, 1988, Paris, page 39.

### 1.6.1.2 La rentabilité financière (ROE):

La rentabilité financière, ou Return On Equity (ROE) 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. Contrairement à la rentabilité économique, pour la rentabilité financière, le résultat courant est rapporté aux seuls capitaux propres<sup>47</sup>.

La rentabilité financière se calcule comme suit :

$$\text{Rentabilité financière} = \text{Résultat net} / \text{Capitaux propres}$$

Lorsque la rentabilité financière est supérieure au coût des capitaux propres (KFP), l'entreprise crée de la valeur actionnariale. À l'inverse, si elle est inférieure, cela signifie que l'entreprise détruit de la valeur pour ses actionnaires.

### 1.6.1.3 Le bénéfice par action (BPA) :

Le bénéfice par action (BPA) est l'un des indicateurs les plus utilisés, en raison de son lien direct avec la valeur de l'action à travers le multiple du résultat net, appelé PER.

En fait, le critère de BPA ne peut être un indicateur pertinent de création de valeur que si trois conditions sont respectées :

- Le risque de l'actif économique doit être le même d'un exercice sur l'autre, ou avant et après une opération (fusion, augmentation du capital, investissement, etc.) ;
- Le taux de croissance des résultats doit être le même avant et après une opération donnée ;
- La structure financière de l'entreprise doit être la même d'un exercice sur l'autre, ou avant et après une opération donnée.

Si ces trois conditions sont respectées, alors on pourra assimiler la croissance du BPA et la création de valeur. Par contre, si l'une d'entre elles au moins n'est pas respectée, il n'est absolument pas possible de comparer les BPA et de dire que la croissance témoigne d'une création de valeur et leur baisse d'une destruction de valeur.

Le bénéfice par action se calcule comme suit :

$$\text{BPA} = \text{Résultat net} / \text{Nombre d'actions en circulation}$$

---

<sup>47</sup> BAZET.J, FAUCHER.P, « Finance d'entreprise DCG 6 », Edition Nathan, Paris, 2009, Page 161.

### 1.6.1.4 Valeur Actuelle Nette (VAN) :

Les modèles de création de valeur transposent en fait au niveau global de l'entreprise, les principes mis œuvre dans la théorie financière du choix d'investissement. L'une des règles fondamentales de la gestion financière consiste à ne lancer un projet d'investissement que si celui-ci présente une valeur actuelle nette (VAN) positive. Egale à la somme actualisée des flux de liquidités disponibles futurs générés par le projet, moins le montant déboursé à l'origine de son lancement, la VAN est représentative de la création de valeur engendrée par la décision d'investissement.<sup>48</sup>.

La VAN se calcule comme suit :

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} - I_0$$

Avec :

$CF_t$  = flux de trésorerie net à la période  $t$  ;  $i$  = taux d'actualisation (coût du capital ou taux de rentabilité exigé) ;  $n$  = durée de vie du projet,  $I_0$  = investissement initial.

Un projet avec une VAN positive crée de la valeur économique, car il génère des flux actualisés supérieurs au coût initial engagé. Inversement, une VAN négative indique une destruction de valeur.

### 1.6.1.5 Cash flow return on investment (CFROI):

Le CFROI est un taux de rendement de tous les investissements réalisés par une entreprise. Sa composition avec le coût moyen pondéré du capital (CMPC) permet d'apprécier la création ou la destruction de valeur. L'écart positif entre CFROI et le CMPC, multiplié par le montant des capitaux engagés (c'est-à-dire le total des investissements réalisés ou projetés), donne une estimation de la rente économique dégagée par l'entreprise<sup>49</sup>.

Le CFROI se calcule comme suit :

$$CFROI = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Cash flow d'exploitation } (1+k)^{-t}}{\text{Actif économique}}$$

Avec :

$K$  : Coût moyen pondéré du capital.

Le CFROI permet de comparer le rendement des flux de trésorerie générés par l'entreprise à son coût moyen pondéré du capital. Un CFROI supérieur au CMPC indique que l'entreprise crée de la valeur économique pour ses actionnaires, tandis qu'un CFROI inférieur signifie une destruction de valeur.

<sup>48</sup> Christian Hoarau, Robert Teller, Op.cit, Page 7.

<sup>49</sup> Idem, Page 33.

### 1.6.1.6 Valeur ajoutée économique (EVA) :

Selon Christian Hoarau, Robert Teller « L'EVA (ou valeur ajoutée économique en Français) est une mesure de la performance interne de l'entreprise. Elle est égale à la différence des capitaux engagés dans l'exploitation au coût moyen pondéré du capital »<sup>50</sup>.

Economic value added est un indicateur qui mesure la rentabilité d'une entreprise après le coût du capital. Il permet aux actionnaires de vérifier si l'entreprise génère de la richesse. Calculé par le service financier, il est parfois déterminé par les investisseurs à partir des données fournies par l'entreprise.

EVA se définit donc comme étant la différence entre le résultat opérationnel de l'entreprise après l'impôt et la rémunération du capital utilisé pour son activité<sup>51</sup>.

L'objectif de son application est de savoir si l'entreprise a créé ou non des richesses résiduelles pour ses actionnaires.

La formule de l'EVA peut s'écrire comme suit :

$$\text{EVA} = (\text{Rentabilité économique} - \text{CMPC}) * \text{Capitaux investis}$$

EVA peut être interprétée de la manière suivante :

**EVA > 0** : cela signifie que l'entreprise a généré une rentabilité supérieure au coût du capital. Elle crée donc de la valeur pour les actionnaires.

**EVA= 0** : ce qui indique que l'entreprise atteint juste le seuil de rentabilité attendu. Il n'y a ni création ni destruction de valeur : les bénéfices couvrent exactement le coût des capitaux investis.

**EVA < 0** : cela montre que l'entreprise ne couvre pas le coût du capital. Elle détruit de la valeur, car les bénéfices sont insuffisants pour répondre aux attentes des actionnaires.

### 1.6.2 Indicateurs de mesure de la valeur boursière :

La valorisation d'une entreprise cotée en bourse ne se base pas uniquement sur sa performance interne, mais aussi sur la perception du marché. Elle fait appel à des indicateurs spécifiques comme la MVA (Market Value Added) et le TSR (Total Shareholder Return), qui traduisent la rentabilité pour les actionnaires et la valeur créée au regard de la capitalisation boursière.

<sup>50</sup> Christian Hoarau, Robert Teller, Op.cit, Page 34.

<sup>51</sup> BOGLIOLO.F, « Des stratégies créatrices de valeur », les cahiers entreprise et finances, 1998, Page 39.

### 1.6.2.1 Valeur ajoutée par le marché (MVA) :

La valeur ajoutée de marché ou Market Value Added (MVA) est un calcul qui montre la différence entre la valeur de marché d'une entreprise et le capital apporté par tous les investisseurs, obligataires et actionnaires. En d'autres termes, il s'agit de la valeur marchande de la dette et des capitaux propres moins toutes les créances en capital détenues contre l'entreprise.

Cet indicateur de performance externe permet ainsi d'évaluer la manière dont le marché valorise ou dévalorise les ressources apportées par les investisseurs. En comparant la valeur de marché globale de l'entreprise à la valeur comptable des capitaux engagés. La MVA reflète la perception du marché quant à la qualité de la gestion et la création (ou perte) de valeur pour les actionnaires.

MVA se calcule comme suit :

$$\text{MVA} = \text{valeur du marché des capitaux investis} - \text{Valeur comptables des capitaux investis}$$

Les résultats de la MVA peuvent être interprétés comme suit :

**MVA > 0** : L'entreprise crée de la valeur. Cela veut dire que le marché valorise les capitaux investis à un niveau supérieur à leur valeur comptable, traduisant une confiance dans la capacité de l'entreprise à générer une rentabilité supérieure au coût du capital.

**MVA = 0** : L'entreprise ne crée ni ne détruit de valeur. Cela signifie que la rentabilité attendue est juste suffisante pour couvrir le coût des capitaux investis.

**MVA < 0** : L'entreprise détruit de la valeur. Le marché valorise les capitaux investis en dessous de leur valeur comptable, indiquant un manque de confiance dans la capacité de l'entreprise à atteindre une rentabilité satisfaisante.

#### ❖ Limite de MVA :

Cependant, la MVA a une limite : elle dépend des cours de Bourse, qui peuvent être très instables. Certains la critiquent pour cela, surtout ceux qui ne croient pas que les marchés sont toujours bien informés ou rationnels.

### 1.6.2.2 Total shareholder return (TSR) :

Le TSR est employé pour déterminer la création de valeur d'un point de vue externe, celui de l'actionnaire<sup>52</sup>.

---

<sup>52</sup> Christian Hoarau, Robert Teller, Op.cit, Page 32.

## Chapitre II : Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise

Il correspond au taux de rentabilité d'un investissement en actions, en prenant en compte deux éléments :

- Les dividendes reçus pendant la période,
- Le prix de revente de l'action à la fin de la période.

Autrement dit, le TSR correspond au taux de rentabilité global obtenu par un actionnaire. Il mesure ce que gagne un investisseur qui achète une action en début de période, reçoit des dividendes au cours de cette période (qu'il peut parfois réinvestir dans d'autres actions), et évalue la valeur de son portefeuille à la fin, en fonction du dernier cours de l'action.

Le TSR se calcule comme suit <sup>53</sup>:

$$\text{TSR} = \frac{\text{Cours}_{\text{fin d'année}} - \text{Cours}_{\text{début d'année}} + \text{Dividendes}}{\text{Cours}_{\text{début d'année}}}$$

- Il y a création de valeur lorsque le TSR est supérieur au coût de capital.

En résumé, le TSR montre combien un actionnaire a gagné en tout grâce à son investissement, en incluant à la fois les revenus perçus et la hausse (ou baisse) du cours de l'action.

### 1.6.2.3 Price to Book Ratio (PBR):

Le PBR (Price to Book Ratio) est un indicateur financier qui compare la valeur de marché de l'entreprise (sa capitalisation boursière) à sa valeur comptable. Ces derniers comprennent deux éléments : les capitaux propres et les dettes financières.

Le PBR se calcule comme suit :

$$\text{PBR} = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{Valeur net comptable}}$$

Un PBR inférieur à 1 signifie que le marché valorise l'entreprise en dessous de sa valeur comptable, ce qui peut indiquer une sous-évaluation ou des difficultés perçues par les investisseurs.

Un PBR supérieur à 1 indique que le marché valorise l'entreprise au-dessus de sa valeur comptable, souvent en raison d'attentes de croissance, d'actifs immatériels importants ou d'une rentabilité élevée.

<sup>53</sup> Kerzabi Dounia, Benbouziane Mohamed, Article « Création de la valeur et compétitivité des entreprises Algériennes », Revue D'ECONOMIE et de MANAGEMENT, Vol 13, N°2, Mai 2014, Page 129.

## **Chapitre II : Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise**

---

---

Cette section a permis de poser les fondements théoriques nécessaires à la compréhension de la valeur d'une entreprise. La valeur d'une entreprise représente son évaluation totale, prenant en compte à la fois ses fonds propres et sa dette financière nette. Elle reflète le montant qu'un acquéreur devrait payer pour racheter l'intégralité de l'entreprise.

Sa mesure repose sur l'utilisation d'indicateurs spécifiques. Parmi ceux-ci, les indicateurs internes, tels que le ROI, le ROE, l'EVA, le CFROI, la VAN et BPA, permettent d'évaluer l'efficacité financière des décisions internes. Quant aux indicateurs externes, tels que le TSR, la MVA et le PBR, ils reflètent la manière dont le marché perçoit la valeur générée par l'entreprise.

### Section 2 : Le coût du capital et sa relation avec la valeur de l'entreprise.

Dans le cadre de la théorie financière, plusieurs objectifs sont assignés à l'entreprise, notamment la croissance du chiffre d'affaires, la minimisation des coûts et la pérennité. Néanmoins, la tendance actuelle privilégie la maximisation de la valeur pour les actionnaires.

La valeur d'une entreprise repose en grande partie sur sa capacité à générer des flux de trésorerie futurs, actualisés à un certain taux. Ce taux, appelé coût moyen pondéré du capital (CMPC), représente le coût des ressources financières mobilisées, qu'il s'agisse de capitaux propres ou de dettes. En effet, toutes les sources de financement ont un coût, aucun financement n'est gratuit. Ainsi, respecter le coût du capital est essentiel pour s'assurer que les décisions d'investissement et de financement contribuent réellement à la création de valeur pour l'entreprise.

Dans cette section, nous allons examiner certains aspects essentiels liés au coût moyen pondéré du capital, notamment sa définition, sa méthode de calcul, ses composantes principales (coût des fonds propres et coût de la dette), ainsi que son importance dans les décisions financières de l'entreprise.

#### 1. La notion du coût du capital :

##### 1.1 Définition du coût du capital :

Dans le domaine de la finance, le coût du capital, ou coût moyen pondéré du capital (CMPC), constitue un indicateur économique clé pour satisfaire les attentes des actionnaires et des créanciers. Il intervient dans le processus de sélection des investissements et sert également à évaluer la santé financière de l'entreprise.

**Selon CHERIF.M, DUBREUILLE.S :** « Le coût du capital est un coût d'opportunité qui traduit l'intérêt que les investisseurs ont à investir leur argent dans cette entreprise plutôt qu'ailleurs. Tous les apporteurs de capitaux, qu'ils soient créanciers ou actionnaires, vont déterminer la rentabilité qu'ils exigent sur les fonds apportés à l'entreprise en fonction du risque perçu sur ledit investissement »<sup>54</sup>.

Le coût du capital représente le coût que l'entreprise doit supporter pour utiliser les fonds mis à sa disposition par les investisseurs (actionnaires) et les prêteurs (les banques). Il correspond

---

<sup>54</sup> CHERIF.M, DUBREUILLE. S, « Création de valeur et capital-investissement », Edition Pearson, Paris, 2009, Page 03.

à la rémunération attendue par ces apporteurs de fonds, en échange du risque qu'ils prennent en finançant l'entreprise.

### 1.2 La détermination du coût du capital :

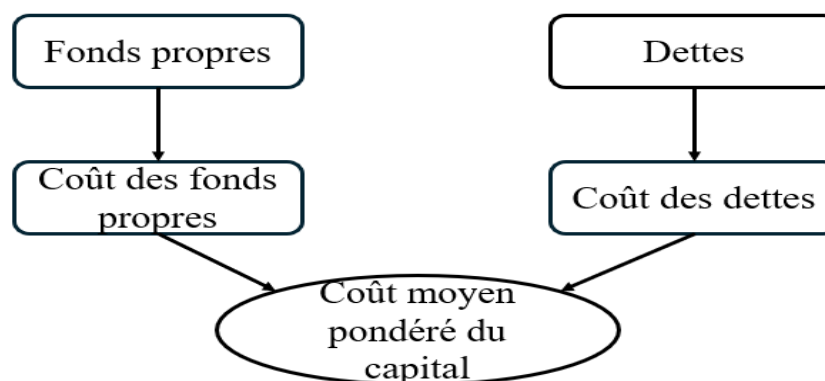
La détermination du coût du capital est une démarche essentielle pour évaluer la rentabilité exigée par les investisseurs et les prêteurs. Cette détermination suit généralement trois étapes principales :

- Le choix d'une pondération cible des éléments de la structure financière, autrement dit la structure financière objectif ;
- L'évaluation du coût de chaque source de financement ;
- Enfin, le calcul du coût global obtenu par la pondération du coût de chaque élément de capital par sa part relative dans la structure globale des capitaux<sup>55</sup>.

### 2. Estimation du coût du capital :

Le Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC) est une mesure cruciale qui reflète le coût global du financement d'une entreprise, tenant compte de toutes les sources de fonds utilisées. Il est composé de deux éléments principaux : le coût des fonds propres et le coût de la dette, chacun ayant un poids dans le financement total de l'entreprise. Le coût des fonds propres représente la rentabilité exigée par les actionnaires, tandis que le coût de la dette reflète les intérêts à payer sur les emprunts. Le CMPC permet ainsi d'évaluer combien l'entreprise doit générer pour couvrir ses coûts et créer de la valeur pour ses investisseurs.

**Figure 7:** Représentation du coût moyen pondéré du capital.



**Source :** Élaboré par nous-mêmes à partir des recherches effectuées.

---

<sup>55</sup> Christian Hoarau, Robert Teller, Op.cit, Page 22.

### 2.1 Estimation du coût des fonds propres :

Le compte de résultat n'indique pas le coût des fonds propres, mais cela ne signifie pas qu'ils soient gratuits. Ce coût reflète la rentabilité attendue par un actionnaire selon le risque de son investissement.

Ce taux représente à la fois le coût d'opportunité pour l'actionnaire et le coût des fonds propres pour l'entreprise. Dit coût « d'opportunité » dans la mesure où il représente le manque à gagner subi par les actionnaires du fait de leur renonciation aux autres possibilités de placement<sup>56</sup>.

L'évaluation du coût des capitaux propres peut être réalisée à travers deux principales méthodes : le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF), qui relie le rendement exigé par les actionnaires au risque systématique de l'action, et le modèle actuariel de Gordon-Shapiro, qui repose sur l'actualisation des dividendes futurs, supposés croître à un taux constant. Ce modèle est particulièrement adapté aux entreprises matures qui versent régulièrement des dividendes.

#### 2.1.1 Par le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) :

Les travaux menés par Modigliani et Miller (1958) ont permis le calcul du coût du capital qui est aussi le taux d'actualisation, qu'ils ont appelé le coût moyen pondéré du capital, le CMPC ou WACC (weighted average cost of capital)<sup>57</sup>.

Le MEDAF (Modèle d'Équilibre des Actifs Financiers), également appelé CAPM (Capital Asset Pricing Model), est un modèle d'évaluation des actifs financiers issu de la théorie de portefeuille. Il établit le lien entre la rentabilité et le risque d'un titre. Ce modèle permet de déterminer le taux de rentabilité attendu par le marché sur un titre de propriété, en tenant compte de son risque systématique.

La mesure du risque d'un investissement ou d'un placement sur le marché financier doit être examinée dans un contexte de portefeuille. Généralement, les investisseurs diversifient leurs placements pour réduire leur risque global, autrement dit ils ne mettent pas tous leurs œufs dans le même panier. La diversification élimine le risque spécifique d'un titre, c'est-à-dire l'incertitude qui lui est propre. En revanche, la diversification ne permet pas d'éliminer le risque systématique, c'est-à-dire celui qui est lié au marché financier lui-même. Les portefeuilles diversifiés sont toujours soumis aux fluctuations globales des marchés<sup>58</sup>.

---

<sup>56</sup> Assous. N, Cours de stratégie financière « coût du capital », Master 2, UMMTO, 2025, Page 34.

<sup>57</sup> KADA Megroaoui, « Manuel de finance d'entreprise », Edition Berti, Alger, 2015, Page 6.

<sup>58</sup> Christian Hoarau, Robert Teller, Op.cit, Page 23.

## Chapitre II : Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise

---

### ➤ Les hypothèses à retenir pour le calcul du MEDAF :

Afin de pouvoir procéder au calcul avec le MEDAF, il est nécessaire de définir certaines hypothèses <sup>59</sup>:

- Pas de coûts de transaction ;
- Absence totale de taxes, aussi bien sur les plus-values ou les dividendes ;
- Un investisseur peut acheter ou vendre à découvert n'importe quelle action, sans que cela influence son prix;
- Les investisseurs doivent avoir la même vision pour investir ;
- Possibilité d'échanger tous les actifs.

Le coût des fonds propres est déterminé à partir du Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers. IL estime le coût des fonds propres à partir du taux sans risque auquel est ajoutée une prime de risque de marché multipliée par la bêta.

La formule du MEDAF est la suivante :

$$E(R_i) = R_F + [E(R_m) - R_F] \beta_i$$

Avec :

**E(R<sub>i</sub>)** : rentabilité espérée de l'actif financier ;

**R<sub>f</sub>** : taux de rentabilité de l'actif sans risque ;

**E(R<sub>m</sub>)** : rentabilité espérée du marché ;

**[E (R<sub>M</sub>) – R<sub>f</sub>]** : prime de risque du marché ;

**β<sub>i</sub>**: coefficient du risque systématique du titre (bêta de la rentabilité de l'action par rapport à la rentabilité du marché).

### ➤ Le taux sans risque :

Le taux sans risque représente le rendement attendu d'un investissement dans un actif considéré comme "sans risque", c'est-à-dire un placement dont la rentabilité n'est pas affectée par les fluctuations du marché.

### ➤ La prime de risque du marché :

La prime de risque du marché représente le rendement supplémentaire que les investisseurs exigent pour choisir d'investir dans des actions plutôt que dans des actifs considérés comme non risqués. Elle mesure donc le risque supplémentaire que les investisseurs prennent en acceptant de placer leur argent dans des instruments plus risqués. En d'autres termes, elle reflète le niveau de risque perçu par les investisseurs pour détenir un portefeuille d'actions plutôt qu'un

---

<sup>59</sup> Comprendre la méthode de calcul du MEDAF, consulté le 25/04/2025,  
<https://gocardless.com/fr/guides/articles/comprendre-la-methode-de-calcul-du-medaf/>

## Chapitre II : Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise

investissement sans risque. Plus ce risque est élevé, plus la prime de risque demandée sera importante.

### ➤ Le Bêta :

La mesure du risque systématique d'un titre, c'est-à-dire le risque non diversifiable (un investisseur ne peut pas l'éviter en diversifiant son portefeuille), est déterminée par un coefficient de risque appelé bêta ( $\beta$ ). Il indique dans quelle mesure son rendement ou sa rentabilité suit l'évolution du marché, il mesure ainsi la sensibilité du cours du titre aux fluctuations du marché.

Le coefficient bêta est aussi calculé par le rapport de la covariance entre la rentabilité de l'action  $i$  et les rentabilités de l'indice de marché  $M$  sur la variance des rentabilités de l'indice de marché.

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

Plusieurs cas peuvent se produire en fonction de la valeur de bêta :

- $\beta > 1$  : signifie que la rentabilité d'une action a une variation ou volatilité plus forte que la rentabilité du marché. C'est-à-dire l'action est volatile et amplifie les mouvements du marché.
- $\beta < 1$  : signifie que la rentabilité d'une action a une variation ou volatilité moins forte que celle du marché. C'est-à-dire l'action est moins sensible que le marché.
- $\beta = 1$  : indique que l'action suit et reproduit les mouvements de marché.

### 2.1.2 Par le modèle actuariel de Gordon-Shapiro :

Élaboré en 1956, le modèle de Gordon-Shapiro repose sur le principe de l'actualisation des dividendes futurs. Selon ce modèle, la valeur d'une action est égale à la somme des dividendes futurs que l'entreprise versera, actualisés au taux de rentabilité exigé par les actionnaires. Gordon et Shapiro s'inspirent du modèle de Fisher, en y ajoutant plusieurs hypothèses permettant de valoriser une action, et donc une entreprise. Parmi ces hypothèses figurent :

- Les dividendes augmentent à un taux constant  $g$ , année après année (hypothèse de croissance perpétuelle des bénéfices).
- Le pay - out ratio (taux de distribution des bénéfices) est identique toutes les années.
- La période de distribution des dividendes est infinie.

Le modèle propose deux cas principaux d'application :

- ### ➤ **Dividendes constants (croissance nulle) :** lorsque les dividendes ne varient pas dans le temps ( $g=0$ ), la formule devient très simple :

$$K = \frac{D_i}{p}$$

## Chapitre II : Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise

Avec :

**D** : Dividende constant annuel ;

**P** : Prix actuel de l'action ;

**K** : Coût des capitaux propres.

Ce cas s'applique aux entreprises matures, aux flux de trésorerie stables.

- **Dividendes croissants à un taux constant g** : c'est le cas le plus courant dans le modèle, où les dividendes augmentent régulièrement. La formule devient alors :

$$K = \frac{D_1}{P} + g$$

Avec :

**D<sub>1</sub>** : Dividende attendu l'année prochaine ;

**P** : Prix actuel de l'action ;

**g** : Taux de croissance des dividendes (positif et constant).

### 2.2 Estimation du coût des dettes :

Le coût de la dette « kd » représente le niveau des taux d'intérêt facturés par une banque sur une maturité donnée. Ce coût est un coût d'opportunité et non un coût historique, c'est-à-dire, qu'on ne calcule pas la moyenne des taux d'intérêt payés par l'entreprise sur ses différentes dettes existantes mais plutôt le taux qui serait facturé maintenant si l'entreprise devait emprunter<sup>60</sup>.

Donc, Les dettes comme les fonds propres, font supporter à l'entreprise un coût dit taux d'intérêt. Lequel est le taux de rentabilité qui est exigé par les créanciers financiers, compte tenu de la situation actuelle de l'entreprise.

Il s'agit d'un taux négocié qui dépend de plusieurs facteurs, tels que : la santé financière de l'entreprise, le contexte économique et la maturité de la dette.

Comparé au coût des capitaux propres, le calcul du coût de la dette est relativement simple puisque les obligations de dette telles que les prêts et les obligations ont des taux d'intérêt facilement observables sur le marché.

Formule de base du coût de la dette :

$$K_d = \frac{\text{Intérêts payés}}{\text{Total de la dette}}$$

Cette formule donne le coût brut de la dette. En réalité, dans de nombreux cas, on utilise plutôt le coût de la dette après impôts, car les intérêts sont déductibles fiscalement. On utilise alors la formule :

$$K_d (\text{après impôts}) = K_d \text{ brut} \times (1 - \text{taux d'imposition})$$

<sup>60</sup> CHERIF.M, DUBREUILLE. S, Op.cit, Page 08.

## Chapitre II : Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise

Après la détermination du coût de chaque type de dettes détenues, il convient d'en calculer la moyenne pondérée.

$$CMPD = \sum Kd * P$$

Avec :

**CMPD** : le coût moyen de la dette ;

**Kd** : coût de chaque dette ;

**P** : proportion de chaque dette de la dette totale.

Une entreprise avec un coût de dette faible peut se permettre d'emprunter plus pour financer des projets, tandis qu'une entreprise avec un coût de dette élevé devra faire plus d'attention à sa structure financière.

Il y a plusieurs raisons de penser que l'endettement est attractif pour une entreprise, on retient deux qui semblent primordiales. La première est que le coût de la dette est inférieur au coût des capitaux propres, car les créanciers supportent un risque moindre et bénéficient d'une priorité de remboursement en cas de faillite. Et la seconde est que le recours à l'endettement est intimement lié à « la fiscalité qui représente un avantage non négligeable »<sup>61</sup>, et que les intérêts de la dette peuvent être déduits des résultats de l'entreprise afin de baisser le montant des impôts.

À partir de l'estimation du coût des fonds propres et du coût de la dette, il devient possible d'évaluer le coût global du capital. En effet, une fois la structure financière cible déterminée c'est-à-dire la répartition entre dettes et capitaux propres et le coût de chaque composante évalué, le coût du capital est calculé par la pondération du coût de chaque source de financement selon sa part relative dans la structure globale des capitaux, soit : Avec :

$$CMPC = K_{CP} \frac{CP}{CP+D} + K_D (1 - IBS) \frac{D}{D+CP}$$

**CMPC** : le coût moyen pondéré du capital ;

**K<sub>CP</sub>** : le coût des capitaux propres

**K<sub>D</sub>** : le coût des dettes ;

**CP** : capitaux propres ;

**D** : dettes ;

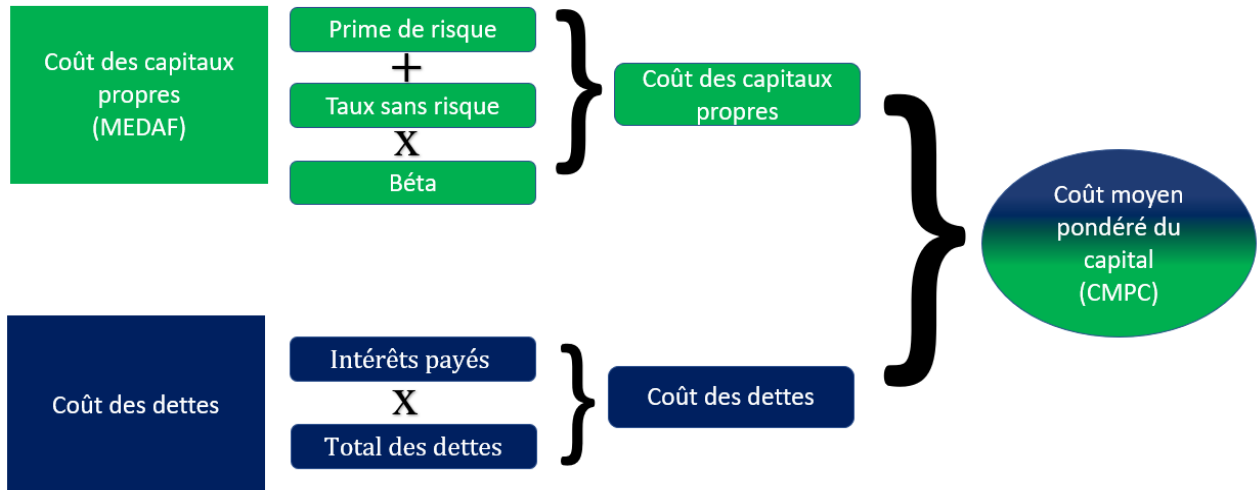
**IBS** : taux d'imposition sur les bénéfices des sociétés.

<sup>61</sup> ASSOUS. N, « 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 de doctorat, UMMTO, Juin 2015, Page 94.

## Chapitre II : Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise

La pertinence du CMPC repose sur une estimation précise du coût de chaque mode de financement. Ainsi, certaines règles doivent être respectées dans le choix du système de pondération : les coefficients doivent être calculés à partir des valeurs de marché, et non des valeurs comptables, des capitaux propres et de la dette.

**Figure 8:** Méthodologie de calcul du coût moyen pondéré du capital.



Source : Élaboré par nous-mêmes à partir des recherches effectuées.

### 3. L'effet du coût du capital sur la valeur de l'entreprise :

Le coût du capital exerce une influence directe et déterminante sur la valeur de l'entreprise. Il représente le taux de rendement minimum exigé par les investisseurs en contrepartie du risque encouru, et sert de taux d'actualisation pour les flux de trésorerie futurs. Ainsi, plus le coût du capital est élevé, plus la valeur actualisée des flux diminue, ce qui réduit la valeur globale de l'entreprise. À l'inverse, un coût du capital faible permet d'accroître cette valeur. Bien que ce coût dépende principalement du risque économique des actifs, la structure financière joue également un rôle essentiel.

En effet, un endettement modéré peut faire baisser le coût moyen pondéré du capital, notamment grâce à l'avantage fiscal lié à la déductibilité des intérêts, et donc contribuer à augmenter la valeur de l'entreprise. Cependant, un excès d'endettement accroît le risque financier, augmente le coût global du capital et peut entraîner une perte de valeur.

Enfin, l'amélioration de la qualité de l'information financière diffusée par l'entreprise permet de réduire la prime de risque exigée par les investisseurs, et ainsi de diminuer le coût du capital. Une gestion rigoureuse de ce dernier, à travers une structure financière équilibrée et une bonne communication, constitue donc un levier fondamental pour maximiser la valeur de l'entreprise.

## **Chapitre II : Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise**

---

---

En somme, le coût du capital constitue un élément fondamental de la gestion financière de l'entreprise. En tant que référence pour évaluer la rentabilité des investissements, il permet de mesurer la capacité de l'entreprise à créer de la valeur pour ses actionnaires et ses créanciers. Une rentabilité supérieure au coût du capital traduit une création de valeur effective, tandis qu'une rentabilité inférieure indique une destruction de valeur. Dans cette optique, la maîtrise du coût des ressources financières et l'optimisation de la structure du capital sont indispensables pour soutenir la croissance, renforcer la compétitivité et maximiser la valeur de l'entreprise sur le long terme.

### Section 3 : Différents modes de financement et leur effet sur la valeur de l'entreprise.

L'entreprise, quel que soit son secteur d'activité, sa taille ou son chiffre d'affaires, doit mobiliser des ressources financières adaptées pour satisfaire ses besoins d'investissement et de financement, tout en tenant compte de leur impact sur sa valeur. Ainsi, pour prendre des décisions financières pertinentes, il est essentiel de bien maîtriser les différentes sources de financement, qu'elles soient internes ou externes.

Dans cette section, nous allons explorer les principaux modes de financement auxquels les gestionnaires d'entreprise ont recours pour soutenir de nouveaux projets et saisir de nouvelles opportunités, tout en analysant leur effet potentiel sur la valeur de l'entreprise.

#### 1. Les principales sources de financement :

Les principales sources de financement d'une entreprise se répartissent en quatre grandes catégories : le financement par fonds propres, le financement par quasi-fonds propres, le financement par endettement et le financement par ouverture du capital. Chacune de ces sources présente des caractéristiques spécifiques en termes de coût, de risque et de contrôle.

##### 1.1 Le financement par fonds propres :

Le financement par fonds propres consiste à utiliser les ressources internes de l'entreprise pour financer ses besoins. Cela inclut l'autofinancement, l'augmentation du capital et la cession d'éléments d'actifs.

##### 1.1.1 L'autofinancement :

**Selon Elie. COHEN :** « l'autofinancement est le surplus monétaire dégagé par l'entreprise sur son activité propre et conservé par elle pour financer son développement futur »<sup>62</sup>.

**Selon Jean Pierre :** l'autofinancement c'est : « la rétention de tout ou une partie des rémunérations annuelles des actionnaires en vue de couvrir les besoins de l'entreprise. Il s'agit donc d'un processus d'épargne réalisé au niveau de la société »<sup>63</sup>.

L'autofinancement, c'est le financement provenant des bénéfices non distribués (réserves, résultats mis en report). L'entreprise utilise sa propre capacité de génération de bénéfices pour financer ses investissements ou son exploitation.

---

<sup>62</sup> COHEN Elie, « Analyse économique et financière », Edition Economica, Paris, 2006, Page 194.

<sup>63</sup> R. Gillet, « Finance d'entreprise, finance de marché, diagnostic financier », Edition Dalloz, Paris, 1994, Page 143.

## Chapitre II : Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise

Donc l'autofinancement est le montant des bénéfices non distribués, augmenté des charges calculées mais non décaissées par l'entreprise. Il est déterminé par la capacité d'autofinancement (CAF) de l'entreprise.

$$\text{Autofinancement} = \text{CAF} - \text{Dividendes distribués}$$

### ➤ La capacité d'autofinancement (CAF) :

La CAF désigne l'ensemble des ressources internes générées par l'entreprise dans le cadre de son activité, qui permettent d'assurer son financement.

- Calcul de la CAF à partir de l'excédent brut d'exploitation (Méthode additive) :

Excédent brut d'exploitation (EBE)
+ Autres produits d'exploitation
- Autres charges d'exploitation
+ Produits financiers
- Charges financières
+ Produits exceptionnels
- Charges exceptionnelles
+ / - Impôts différés
= CAF

- Calcul de la CAF à partir du résultat net (Méthode soustractive) :

Résultat net de l'exercice
+ Dotations aux amortissements, dépréciations et provisions.
- Reprise sur perte de valeur et provisions
- Quote part de subvention d'investissement versées au résultat de l'exercice.
+ Valeur nette comptable d'éléments d'actifs cédés
- Produits de cession d'éléments d'actifs
= CAF

Lorsqu'une entreprise réalise des bénéfices, elle peut choisir de réinvestir une partie de ces bénéfices dans son propre développement au lieu de les distribuer entièrement aux actionnaires sous forme de dividendes. Ces bénéfices réinvestis permettent à l'entreprise de financer ses projets d'expansion, d'acquérir de nouveaux actifs, d'améliorer ses infrastructures, de développer de nouveaux produits ou services, ou de renforcer sa position sur le marché.

L'autofinancement présente plusieurs avantages pour une entreprise :

- **Indépendance financière** : L'entreprise peut financer ses besoins sans avoir recours à l'endettement ou à l'émission de nouvelles actions, préservant ainsi son autonomie.

- **Réduction du poids de l'endettement** : En choisissant l'autofinancement, l'entreprise limite ses obligations financières liées aux intérêts et aux remboursements de dettes, améliorant ainsi sa solidité financière.
- **Maintien du contrôle** : Les fondateurs et actionnaires conservent le pouvoir décisionnel complet, sans devoir le partager avec de nouveaux investisseurs.
- **Souplesse dans les choix d'investissement** : L'autofinancement offre plus de liberté pour prendre des décisions stratégiques à long terme, sans pression extérieure de créanciers ou d'investisseurs.

Cependant, l'autofinancement comporte certains inconvénients pour l'entreprise. Selon Aswath Damodaran, il ne permet souvent pas de couvrir la totalité des investissements nécessaires. En outre, réinvestir toutes les liquidités peut réduire la trésorerie de l'entreprise, la rendant vulnérable face à des besoins imprévus. Le principal inconvénient réside dans la politique de distribution des dividendes : en réaffectant ses bénéfices, l'entreprise est contrainte de ne pas distribuer de dividendes, ce qui peut décevoir ses actionnaires et associés. Ainsi, l'entreprise doit équilibrer ses investissements pour croître et répondre aux attentes de ses actionnaires<sup>64</sup>.

### 1.1.2 L'augmentation du capital :

L'augmentation du capital, aussi appelée émission d'actions, est une opération par laquelle une entreprise émet de nouvelles actions afin de les vendre à des investisseurs. L'objectif est de réunir des fonds supplémentaires pour financer ses activités ou soutenir sa croissance. Lors de cette opération, l'entreprise peut réserver en priorité ces nouvelles actions à ses anciens actionnaires, en fonction de leur part dans le capital (on parle alors de droit préférentiel de souscription), ou bien les proposer à de nouveaux investisseurs, qu'il s'agisse de particuliers, d'institutions financières ou d'autres sociétés.

Les nouveaux actionnaires auront droit aux bénéfices futurs de l'entreprise et pourront participer aux décisions importantes lors des assemblées générales. Cette opération permet à l'entreprise de renforcer ses fonds propres, de couvrir le risque économique, de préserver son indépendance financière et de protéger ses créanciers.

Toute augmentation du capital exige qu'un certain nombre de conditions soient respectées. Il faut en particulier :

---

<sup>64</sup> DAMODARAN.A, « Pratique de la finance d'entreprise », Edition de Boeck, Bruxelles, 2010, Pages 257- 271.

- Qu'une assemblée générale extraordinaire des actionnaires délibère sur les propositions faites par le conseil d'administration ou par le directoire ;
- Que le capital ancien, dans le cas d'une augmentation en numéraire, soit totalement libéré. Celle-ci est autorisée par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires à la majorité des deux tiers s'il y a émission d'action nouvelle, ou à l'unanimité s'il y a augmentation de la valeur nominale des titres<sup>65</sup>.

Ce mode de financement peut se présenter sous quatre formes principales : l'apport en numéraire, l'apport en nature, l'incorporation de réserves et la conversion de créances en actions.

### **1.1.2.1 L'apport en numéraire :**

Si la société a besoin d'argent frais pour procéder à des investissements, elle fera appel à de nouveaux actionnaires pour qu'ils effectuent de nouveaux apports on parle d'augmentation du capital en numéraire<sup>66</sup>.

Le recours à des apports en numéraire impose une attention particulière au droit préférentiel de souscription, également appelé « droit de souscription à titre irréductible ». Ce droit, qui fait partie des droits pécuniaires individuels des actionnaires, vise à protéger les anciens actionnaires contre la dilution de leur participation, tant en termes financiers qu'en droits de vote, en leur permettant de souscrire en priorité à l'augmentation du capital.

Ce type de financement dépend fortement des conditions du marché boursier et est souvent privilégié lorsque les cours des actions sont à la hausse, reflétant ainsi un optimisme des investisseurs. Il permet aux entreprises d'augmenter leur actif en débitant le compte de trésorerie (banque) et leur passif en créditant le compte du capital, éventuellement accompagné d'une prime d'émission.

La prime d'émission désigne, en cas d'augmentation du capital dans une société, la somme versée par les souscripteurs en plus de la valeur nominale de l'action. La prime d'émission est un supplément d'apport. Son objectif vise à tempérer la perte subie par les titres suite à l'augmentation du capital<sup>67</sup>.

---

<sup>65</sup> Jean-Guy DEGOS, Stéphane GRIFFITHS, « Gestion financière : de l'analyse à la stratégie », Edition d'organisation EYROLLES, Paris, 2008, Page 241.

<sup>66</sup> LUC Bernet- Rolland, « Principes de technique bancaire », Edition DUNOD, 22<sup>ème</sup> édition, Paris, 2002, Page 254.

<sup>67</sup> ALAIN Leirtz, « Base de gestion financière », Edition d'organisation, Paris, 1989, Page 131.

### 1.1.2.2 L'apport en nature :

L'augmentation du capital par apport en nature consiste pour les associés à transférer à la société un bien autre qu'une somme d'argent, tel qu'un immeuble, un fonds de commerce ou tout autre actif valorisable. Ce type d'apport nécessite en principe l'intervention d'un commissaire aux apports, chargé d'évaluer la valeur des biens apportés afin de garantir la transparence de l'opération et la protection des intérêts des associés.

Ce mode d'augmentation du capital concerne les biens multiples, en effet, l'apport en nature peut être constitué de tous biens mais il n'est soumis à aucune condition préalable particulière. Ainsi, il n'y a pas d'obligation de libération préalable du capital social, en revanche, des précautions doivent être prises pour protéger les anciens actionnaires dont les intérêts pourraient être lésés par l'apport d'un bien surévalué<sup>68</sup>.

### 1.1.2.3 L'incorporation de réserves :

Une société peut procéder à une augmentation du capital sans faire appel aux actionnaires, en recourant à l'incorporation de réserves. Ce type d'augmentation, également appelée augmentation du capital à titre gratuit, n'implique pas l'apport de nouveaux capitaux à la société, puisqu'elle repose sur la transformation de ses propres ressources internes.

L'augmentation du capital par incorporation de réserves est une opération qui laisse la valeur des fonds propres ou la situation nette inchangée, puisqu'elle n'apporte pas de nouvelles ressources. Ainsi, les nouvelles ressources sont distribuées gratuitement aux anciens actionnaires. Ce type d'opération entraîne la diminution ou la disparition de compte « réserves » et l'augmentation du capital émis d'un montant équivalent<sup>69</sup>.

L'opération d'augmentation du capital émise par incorporation de réserves ne diffère pas de celle en numéraire, en termes de procédés de protection des actionnaires anciens. En effet, la baisse de la valeur de l'action juste après l'augmentation du capital est directement compensée par l'attribution aux actionnaires actuels de nouvelles actions gratuites et des droits d'attribution<sup>70</sup>.

---

<sup>68</sup> COURET Alain et MEDUS Jean-Louis, « Les augmentations de capital », Edition Economica, Paris, 1994, Page 87.

<sup>69</sup> ASSOUS N, « Cours : Théorie Financière », Master 01 SF, UMMTO, 2021/2022, Page 16.

<sup>70</sup> Idem, Page 16.

### 1.1.2.4 La conversion de créances en actions :

L'augmentation du capital par conversion de créances (souvent des obligations), consiste à transformer des dettes en actions, ce qui revient à ajouter aux capitaux propres le montant figurant antérieurement dans le compte de dettes, sans que cela ne modifie le bilan de la société. Cette opération permet à l'entreprise de réduire son niveau d'endettement, de diminuer ses coûts de financement et d'accroître ses capitaux propres, ce qui lui confère une base financière plus solide et des ressources stables pour ses projets futurs. De plus, elle renforce la confiance des investisseurs et des créanciers, car elle témoigne de la capacité de l'entreprise à restructurer sa dette et à améliorer sa situation financière.

### 1.1.3 La cession d'éléments d'actifs :

La cession d'actifs est une opération économique et financière qui consiste à transférer des actifs (immobilisés ou circulants) à une autre entreprise. Cette opération est particulièrement sollicitée en période de difficulté économique, car elle permet au cédant de faire face à un besoin de liquidités. Les biens inscrits à l'actif du bilan, lorsqu'ils sont affectés de manière durable à l'activité de l'entreprise, sont considérés comme immobilisés. Leur cession obéit à des règles juridiques et constitue un fait générateur de plus-value.

La cession d'éléments d'actifs peut résulter de plusieurs motivations <sup>71</sup>:

- Le renouvellement des immobilisations, souvent accompagné de la vente des biens obsolètes ;
- La nécessité d'obtenir des capitaux par la vente d'immobilisations non essentielles à l'activité (terrains, immeubles...) ;
- Une stratégie de recentrage, où l'entreprise cède des actifs tels que des usines, des participations ou des filiales considérées comme marginales par rapport à ses activités principales.

### 1.2 Le financement par quasi-fonds propres :

Parmi les modes de financement disponibles pour une entreprise, les fonds propres occupent une place importante. À leurs côtés, les quasi-fonds propres figurent également au passif de l'entreprise, tout en présentant des particularités légèrement différentes.

Le terme de quasi-fonds propres fait référence à une catégorie d'instruments financiers de l'entreprise, se situant entre la dette pure et les fonds propres traditionnels. Ils combinent des

---

<sup>71</sup> BARREAU J. et DELAHAYE J, « Gestion financière », Edition Dunod, 10<sup>ème</sup> édition, Paris, 2001, Page 362.

## **Chapitre II : Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise**

---

---

caractéristiques des dettes, comme les prêts ou les obligations, ainsi que des composantes des capitaux propres, tels que les actions.

Les quasi-fonds propres reposent essentiellement sur quatre types d'instruments :

### **1.2.1 Les titres participatifs :**

Les titres participatifs sont des valeurs mobilières émises pour renforcer la structure financière des entreprises publiques et des sociétés coopératives. Ne conférant aucun droit de vote, ils ne sont remboursables qu'en cas de liquidation de la société, après le règlement de l'ensemble des créanciers, ou au terme d'un délai minimal de sept ans. Leur rémunération se compose d'une part fixe et d'une part variable, cette dernière étant liée aux performances financières de l'entreprise.

### **1.2.2 Les prêts participatifs :**

Les prêts participatifs sont des financements accordés par les établissements de crédit, visant à améliorer la structure financière des entreprises. Bien qu'ils soient considérés comme des dettes, leur caractère subordonné les classe parmi les quasi-fonds propres. Ces prêts peuvent également comporter une clause de participation aux résultats de l'entreprise, permettant ainsi aux créanciers de bénéficier d'une part des bénéfices réalisés.

### **1.2.3 Les subventions d'investissement :**

Il s'agit de subventions octroyées par les organismes publics pour soutenir des activités d'intérêt général. Ces subventions sont considérées comme des ressources internes, car elles ne nécessitent pas de remboursement. Elles demeurent une source de financement rare, et il est essentiel pour l'entreprise de comprendre les critères d'attribution de ces subventions et de rechercher activement l'opportunité d'en bénéficier<sup>72</sup>.

### **1.2.4 Les comptes courants bloqués des associés :**

Les comptes courants d'associés bloqués sont des sommes que les associés laissent volontairement à la disposition de l'entreprise, sans possibilité de retrait à court terme. Ils constituent une source de financement souple, souvent utilisée pour renforcer la trésorerie sans faire appel à un prêt bancaire. Contrairement aux dividendes, les comptes courants bloqués peuvent être rémunérés par des intérêts même si la société ne réalise pas de bénéfices, ce qui en fait un moyen efficace pour soutenir l'entreprise tout en assurant une rémunération aux associés.

---

<sup>72</sup> Fekkak, L, « Chapitre II : modalités du choix de financement », Cours de Gestion financière, S5, UNIVERSITÉ SIDIM OHAMED BEN ABDELLAH, Maroc, Page 18.

### 1.3 Le financement par endettement :

En complément du financement par fonds propres et quasi-fonds propres, il existe également des modes de financement externes qui viennent enrichir les options disponibles pour financer l'entreprise. Ces sources externes permettent à l'entreprise de lever des fonds sans toucher à son capital social, tout en diversifiant ses sources de financement.

Les principales formes de financement par endettement comprennent les emprunts bancaires, les emprunts obligataires et le crédit-bail. Toutefois, avant d'y avoir recours, il est important d'évaluer l'effet de levier financier afin de mesurer l'impact potentiel de l'endettement sur la rentabilité de l'entreprise, car une gestion rigoureuse de l'endettement permet d'optimiser les profits tout en limitant les risques financiers.

#### 1.3.1 La notion de l'effet de levier :

##### 1.3.1.1 Définition de l'effet de levier :

C'est un indicateur qui décrit l'effet du poids des dettes financières sur la rémunération des capitaux propres (la rentabilité financière). L'effet de levier constate l'accroissement de la rentabilité financière qu'entraîne une augmentation de l'endettement, à un taux inférieur au taux de rentabilité économique.

##### 1.3.1.2 Principe de l'effet de levier :

Lorsqu'une entreprise recourt à l'endettement pour financer ses investissements, elle génère en principe un résultat économique supérieur au coût de cet endettement. Ce différentiel positif constitue un surplus financier. Ce surplus bénéficie aux actionnaires en accroissant la rentabilité des capitaux propres.

Cet effet de levier peut être calculé par la formule suivante<sup>73</sup> :

$$\text{Effet de levier} = \text{Rentabilité financière} - \text{Rentabilité économique}$$

On parle d'effet de levier positif lorsque la rentabilité économique d'un investissement financé par la dette est supérieure à son coût. Cette situation permet d'accroître la rentabilité financière, les actionnaires bénéficiant alors d'un surplus de performance. En revanche, si la rentabilité économique est inférieure au coût de l'endettement, l'effet devient négatif. Cette situation,

---

<sup>73</sup> RAMAGE Pierre, « Analyse et diagnostic financier », Edition d'organisation, Paris, 2001, Page 146.

parfois qualifiée « d'effet de massue », entraîne une diminution de la rentabilité financière et une dévalorisation des capitaux propres.

### 1.3.2 Les principales formes d'endettement :

#### 1.3.2.1 Les emprunts bancaires (ou indivis) :

De nombreuses études confirment que l'emprunt bancaire est la principale forme de financement externe utilisée par les entreprises. En effet, la difficulté d'accéder à d'autres sources de financement ainsi que la volonté des propriétaires-dirigeants de conserver le contrôle de leur entreprise les incitent à privilégier cette solution.

Un contrat de prêt doit être signé par le prêteur et l'emprunteur, et préciser les conditions de l'emprunt. Il doit notamment mentionner le taux nominal, qui peut être fixe ou variable, les modalités de remboursement, incluant éventuellement une clause de remboursement anticipé ou un différé de remboursement, ainsi que les garanties exigées par le prêteur pour sécuriser le remboursement des fonds prêtés.

Le recours à l'emprunt bancaire présente plusieurs avantages pour les entreprises, tels que l'accès relativement rapide aux fonds et la possibilité de négocier certaines modalités contractuelles avec l'établissement prêteur. Toutefois, ce type de financement implique des engagements rigoureux, notamment le respect d'un échéancier de remboursement et le paiement d'intérêts, ce qui peut représenter une charge pour la trésorerie. Il est donc primordial pour l'entreprise d'évaluer avec précision sa capacité de remboursement avant toute décision d'endettement.

On distingue trois grandes catégories de crédits bancaires : les crédits à court terme, les crédits à moyen terme et les crédits à long terme.

#### a. Les crédits à court terme :

Les crédits à court terme servent principalement à financer le cycle d'exploitation de l'entreprise et à maintenir l'équilibre de sa trésorerie. Leur durée varie généralement de quelques jours à un an. Ils permettent notamment de couvrir les dépenses courantes liées à l'activité, de financer les périodes de stockage, ou encore de régler les délais de paiement accordés aux clients.

Il existe plusieurs types de crédits à court terme, parmi lesquels les plus courants sont :

- Le découvert bancaire : il permet à l'entreprise de couvrir les écarts de trésorerie entre les dépenses et les recettes liées au cycle d'exploitation. Cela concerne par exemple le décalage

## Chapitre II : Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise

---

entre le paiement des charges fixes et la réception des paiements des clients. Généralement leur durée est entre quelques jours à quelques semaines.

- La facilité de caisse : La facilité de caisse couvre des décalages temporaires entre les dépenses et les recettes, tels que le délai entre la vente et le paiement des clients ou le règlement des salaires et de la TVA. Elle est généralement accordée pour une courte période (moins de 15 jours).
- Le crédit de campagne : Ce crédit est destiné aux entreprises qui ont une activité saisonnière (agriculture, textile, etc.). Il permet de financer les dépenses liées à la production ou au stockage en attendant les ventes. Il peut prendre plusieurs formes : crédit simple, billet à ordre, ou warrantage. Sa durée correspond à la durée de la campagne, en général de 3 à 9 mois, selon le cycle de production ou de commercialisation de l'activité concernée.
- L'escompte : L'escompte est une opération par laquelle une entreprise cède à sa banque un effet de commerce (comme une traite) avant son échéance, en échange d'une avance de trésorerie. La banque se fait ensuite rembourser directement par le client à la date prévue. Ce type de crédit couvre une période allant généralement de 30 à 90 jours, correspondant à l'échéance de l'effet.
- L'affacturage (ou factoring) : L'affacturage est un procédé où une entreprise confie la gestion de ses créances à un factor, qui se charge de recouvrer les paiements des clients. Il est utilisé pour améliorer la liquidité des entreprises, notamment dans les secteurs où les créances sont nombreuses et de faible montant.

### **b. Les crédits à moyen terme :**

Les prêts à moyen terme sont des crédits accordés par les banques ou les établissements financiers, avec une durée de remboursement généralement comprise entre 2 et 7 ans. Ils servent à financer des investissements comme l'achat de matériel, de véhicules, ou le développement d'un projet. Ces prêts sont souvent remboursés par échéances régulières (mensuelles ou trimestrielles). Ils offrent plus de stabilité qu'un crédit à court terme, tout en restant plus souples qu'un emprunt à long terme.

### **c. Les crédits à long terme :**

Les crédits à long terme sont d'une durée comprise entre sept (7) et vingt (20) ans et sont principalement destinés à financer des investissements importants pour les entreprises. Ces prêts sont souvent octroyés par une banque en partenariat avec un établissement financier spécialisé, et peuvent couvrir jusqu'à 80 % du montant total de l'investissement prévu. Ils sont utilisés pour financer des projets durables, tels que l'achat de biens immobiliers, de matériel de

production ou d'autres investissements à long terme, permettant à l'entreprise de disposer des fonds nécessaires tout en répartissant les remboursements sur une période prolongée.

### 1.3.2.2 Les emprunts obligataires :

L'emprunt obligataire peut être défini comme « Un emprunt à long terme non subordonné représenté par des titres de créance, susceptible d'être placés dans le public et d'être négociables. Ces emprunts sont souvent d'un montant élevé et sont devisés en fractions égales appelées obligations »<sup>74</sup>.

**L'obligation** se définit comme « Un titre généralement négociable, représentatif d'une créance, émis par une institution publique ou privée, entraînant pour l'émetteur l'obligation de payer un intérêt et de rembourser le capital selon les modalités prévues contractuellement »<sup>75</sup>.

L'emprunt obligataire est généralement remboursable in fine à l'issue d'une période fixée. Certains suivent parfois des modalités de remboursement par tranches égales et plus rarement par annuités constantes. Le taux de l'emprunt obligataire peut être fixe, variable, révisable, etc<sup>76</sup>.

Il existe plusieurs types d'obligations que les entreprises peuvent émettre sur le marché, parmi lesquelles :

- Les obligations à taux fixe : Ces obligations donnent droit au versement d'un intérêt fixe pendant toute la durée de l'emprunt et de manière régulière, généralement tous les ans, il est fixé dès l'émission de l'emprunt.
- Les obligations à taux variable : Le taux d'intérêt de ce type d'obligation est variable et il est adapté au taux du marché selon un rapport défini à l'émission de l'emprunt.
- Les obligations ordinaires : Ce sont des créances simples sur l'entreprise émettrice, remboursées à l'échéance selon les modalités définies lors de l'émission.
- Les obligations convertibles en actions : Ces obligations permettent aux porteurs de les convertir à tout moment en actions de l'entreprise émettrice.
- Les obligations remboursables en actions : Comme leur nom l'indique, ces obligations sont remboursées sous forme d'actions à la fin de leur durée de vie.

---

<sup>74</sup> CORHAY A. MBANGALA M, « Diagnostic financier des entreprises », Edition CEFAL, Belgique, 2008, Page 17.

<sup>75</sup> COLMANT B, « Les obligations : concepts financiers et comptables essentiels », Edition LARCIER, France, 2004, Page 05.

<sup>76</sup> BAZET.J, FAUCHER.P, Op.cit, Page 322.

### 1.3.2.3 Le crédit-bail (Leasing) :

Le crédit-bail constitue un moyen de financement à long terme dans la mesure où il permet de financer un projet d'investissement à travers une opération de location. D'un point de vue financier, le crédit-bail est similaire à une dette financière puisque l'entreprise doit satisfaire son engagement en matière de paiement du loyer.

Le crédit-bail ou location-Financement est un accord contractuel entre un locataire et un bailleur. Le contrat stipule que le locataire a le droit d'utiliser un actif moyennant des paiements périodiques au bailleur qui demeure le propriétaire de l'actif. Le bailleur soit le fabricant de l'actif, soit une société de crédit-bail indépendante. Si le bailleur est une société de crédit-bail indépendant, il doit acheter l'actif auprès d'un fabricant ensuite, le bailleur livre l'actif au locataire et le crédit-bail entre en application<sup>77</sup>.

Donc, le crédit-bail est une forme de location avec option d'achat : elle loue un bien (matériel, véhicule, immobilier...) pour une durée déterminée, avec la possibilité de l'acheter en fin de contrat. Ce mode est particulièrement utile pour les entreprises qui souhaitent préserver leur trésorerie tout en utilisant des équipements modernes.

Il existe plusieurs formes de financement par crédit-bail, parmi lesquelles les entreprises ont généralement recours au crédit-bail mobilier, au crédit-bail immobilier et à la cession-bail.

- **Crédit-bail mobilier :**

Ce type de financement concerne la location de biens mobiliers tels que des machines ou du matériel de transport. L'entreprise choisit d'abord le matériel à louer (modèle, marque, etc.), puis s'adresse à une société de crédit-bail pour conclure le contrat. Ce mécanisme permet à l'entreprise de disposer du matériel sans en payer immédiatement l'intégralité du coût.

- **Crédit-bail immobilier :**

Lorsqu'une entreprise souhaite financer un projet immobilier professionnel (construction de bâtiment, acquisition ou location de terrain, entrepôt, usine, etc.), elle peut faire appel à un organisme de crédit-bail. Celui-ci acquiert le bien immobilier et le met à la disposition de l'entreprise sous forme de location, moyennant le paiement de loyers convenus dans le contrat.

- **Cession-bail (ou lease-back) :**

Il s'agit d'une opération par laquelle une entreprise vend un bien immobilier (usine, siège social) ou un bien d'équipement à une société de crédit-bail. Cette dernière lui en accorde ensuite l'usage via un contrat de crédit-bail, qui prévoit également les modalités de rachat à la

---

<sup>77</sup> ROSS.S. A, WESTRFIELD.R.W. JAFFE.J. F, « Finance corporate », Edition Dunod, Paris, 2005, Page 487.

fin du contrat. Ce mécanisme permet à l'entreprise de dégager des liquidités tout en continuant à utiliser le bien.

### 1.4 Le financement par ouverture du capital :

Le financement par ouverture du capital consiste à faire entrer de nouveaux actionnaires dans l'entreprise. Cette démarche permet à l'entreprise de renforcer ses fonds propres en cédant une part de son capital à des investisseurs externes. En grande partie, cette méthode de financement peut se réaliser soit par le biais du capital-risque, soit par le processus d'introduction en bourse.

#### 1.4.1 Financement par capital-risque :

Le capital-risque ou Venture Capital en anglais est une forme de capital-investissement qui vise à financer des entreprises en début de vie ou très jeunes avec un potentiel de croissance important. Il s'adresse surtout aux startups qui ne peuvent pas encore accéder aux financements classiques comme les prêts bancaires ou les marchés financiers. Les fonds sont généralement apportés par des investisseurs, appelés commanditaires, via des sociétés spécialisées.

Le capital-risque soutient ainsi des projets innovants et risqués en échange d'une participation au capital, dans l'objectif de réaliser un gain lors de la revente des parts.

Ce type de financement repose sur un partenariat à long terme, souvent de 5 à 10 ans, entre un entrepreneur innovant et un investisseur financier, qui partagent ensemble les risques, les gains et les pertes liés au projet. Il s'agit d'une forme d'intermédiation financière destinée à accompagner des investissements à fort potentiel.

Selon le stade de développement du projet à financer, le capital-risque peut être divisé en trois phases distinctes :

- **L'amorçage** : Cette phase intervient au tout début de la vie d'une entreprise, lorsque l'idée en est encore à son concept. Les investisseurs en capital-risque apportent des fonds pour aider à transformer cette idée en un projet concret. Cela inclut généralement la recherche, la validation du concept et la création d'un prototype.
- **Le démarrage (ou la création)** : À ce stade, l'entreprise a développé un produit ou un service initial et cherche à affiner son modèle commercial. Les investisseurs en capital-risque interviennent pour financer cette phase de développement, ce qui peut inclure le lancement sur le marché, l'acquisition des premiers clients et l'expansion des activités.
- **La phase post-crédation (ou post-démarrage)** : Une fois que l'entreprise a sécurisé sa place sur le marché et atteint certains objectifs de croissance, elle entre dans cette phase. Les investisseurs en capital-risque soutiennent l'expansion continue de l'entreprise, en

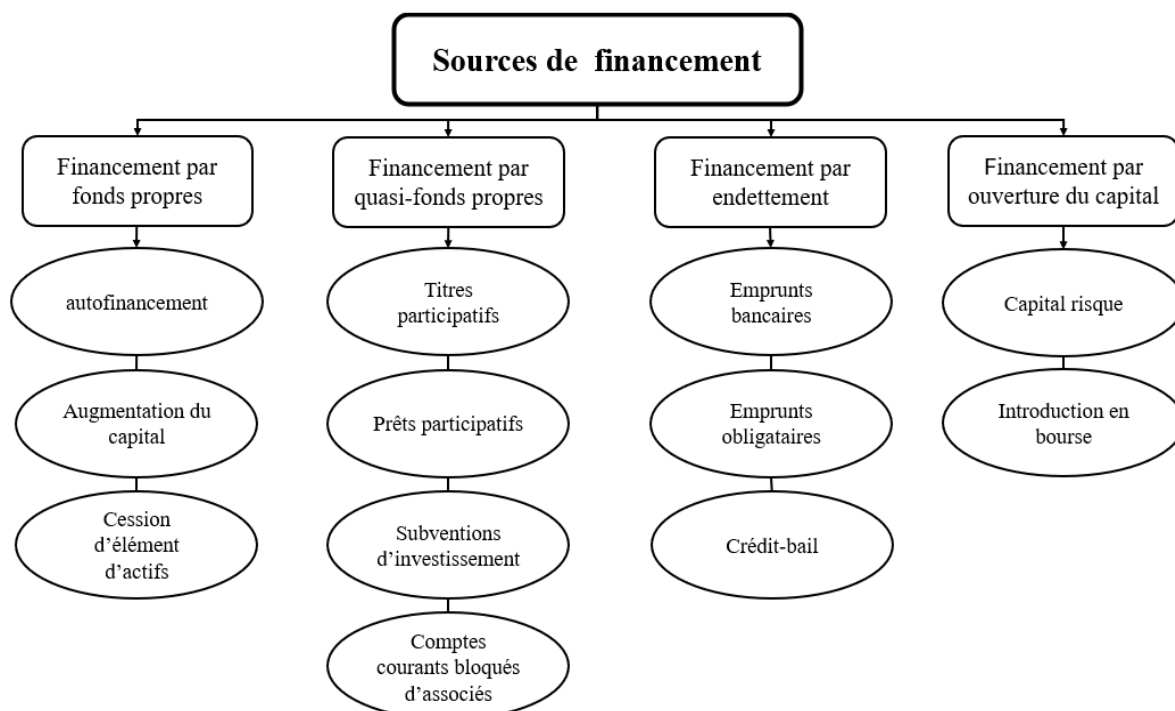
l'aidant à pénétrer de nouveaux marchés, à renforcer sa base de clients et à améliorer ses opérations.

### 1.4.2 Financement par l'introduction en bourse :

L'introduction en bourse consiste pour une entreprise à proposer ses titres à la vente sur les marchés financiers afin d'accéder aux capitaux et de valoriser son activité. Ces titres peuvent être achetés par divers investisseurs tels que des particuliers, des institutions ou d'autres entreprises. Une introduction en bourse peut être motivée par plusieurs objectifs : accroître la notoriété et la visibilité de l'entreprise, lever des fonds propres pour financer sa croissance, réduire son coût du capital, ou encore offrir plus de liquidité à ses actionnaires.

L'introduction en bourse consiste pour une entreprise à accéder pour la première fois à un marché de capitaux et obtenir une cotation publique. Elle ne correspond pas forcément à un premier accès aux marchés financiers réglementés. D'autres marchés non réglementés accueillent des entreprises par l'intermédiaire d'une introduction en bourse ; le transfert d'un marché non réglementé à un marché réglementé ne constitue donc pas, à proprement parler, une introduction en bourse sur ce dernier.<sup>78</sup>

**Figure 9 :** Classification des principales sources de financement d'une entreprise.



**Source :** Élaboré par nous-mêmes à partir des recherches effectuées.

<sup>78</sup> Patrick SENTIS, « Introduction en bourse : une approche internationale », Edition ECONOMICA, Paris, 2004, Page 9-10.

### 2. L'effet des modes de financement sur la valeur de l'entreprise :

Le choix des modes de financement a un impact direct et significatif sur la valeur de l'entreprise. En effet, une entreprise bien capitalisée, avec un équilibre sain entre fonds propres et endettement, inspire davantage de confiance aux investisseurs, partenaires et institutions financières, ce qui renforce sa valorisation sur le marché.

Le recours au financement par fonds propres, qu'il soit interne ou externe, tend à améliorer la solvabilité de l'entreprise et à réduire le risque financier. Par exemple, l'autofinancement et l'augmentation de capital permettent de renforcer les capitaux propres sans augmenter les charges d'intérêts, ce qui améliore la rentabilité nette et la capacité de résistance face aux aléas économiques.

En revanche, un excès d'endettement peut affaiblir la structure financière de l'entreprise, accroître le risque de défaut et diminuer sa valeur perçue, notamment si les bénéfices ne permettent pas de couvrir aisément les intérêts et le remboursement du capital. Toutefois, un certain niveau d'endettement peut aussi jouer un rôle positif en créant un effet de levier financier, si le rendement des investissements financés par emprunt est supérieur au coût de la dette, cela peut accroître la rentabilité des fonds propres et donc la valeur de l'entreprise.

Les quasi-fonds propres, quant à eux, offrent un compromis intéressant, car ils renforcent la structure financière sans diluer les actionnaires, tout en donnant plus de souplesse à la gestion. En somme, une stratégie de financement bien pensée, adaptée aux besoins et au stade de développement de l'entreprise, permet non seulement d'assurer sa croissance, mais aussi d'optimiser sa valeur sur le long terme.

## Chapitre II : Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise

**Tableau 5:** Analyse des avantages et inconvénients des financements par emprunt et par capitaux propres.

Structure financière	Avantages	Inconvénients
<b>Financement par emprunt</b>	<b>Maintien de l'autonomie :</b> L'entreprise garde son indépendance et n'a pas à partager le pouvoir de décision avec des investisseurs extérieurs.	<b>Nécessité d'une bonne solvabilité :</b> Les entreprises doivent prouver leur solidité financière pour accéder aux emprunts.
	<b>Avantages fiscaux :</b> Les paiements d'intérêts sont déductibles d'impôt, ce qui permet de réduire la charge fiscale.	<b>Remboursement obligatoire :</b> L'entreprise doit rembourser le prêt, ce qui peut être un fardeau financier, surtout en période difficile.
	<b>Prévisibilité des paiements :</b> Les montants à rembourser (intérêts et montant emprunté) sont déterminés à l'avance, ce qui facilite la planification financière.	<b>Risques liés à la garantie :</b> En cas de non-remboursement, l'entreprise risque de perdre des actifs ou de devoir garantir personnellement le prêt.
<b>Financement par capitaux propres</b>	<b>Aucun remboursement nécessaire :</b> Pas d'obligation de remboursement régulier, ce qui réduit les contraintes de trésorerie.	<b>Dilution du contrôle :</b> L'entrepreneur perd une partie du contrôle de l'entreprise en raison de la vente d'actions.
	<b>Accès à des partenariats stratégiques :</b> Les investisseurs apportent souvent leur expertise, leurs contacts et leur réseau.	<b>Partage des bénéfices :</b> Les investisseurs s'attendent à recevoir une part des bénéfices sous forme de dividendes.
	<b>Moins de risque financier :</b> Pas de dettes à rembourser, ce qui diminue le risque financier lié à l'endettement.	<b>Coût élevé du capital :</b> Le coût du capital est souvent plus élevé que celui de la dette en raison du risque plus élevé pour les investisseurs.

**Source :** Elaboré par nous-mêmes à partir des recherches effectuées.

La valeur d'une entreprise est fortement influencée par ses choix de financement, sa capacité à mobiliser des ressources et la manière dont elle structure son capital. Chaque mode de financement interne, externe ou par ouverture du capital offre des avantages spécifiques selon le stade de maturité de l'entreprise et ses ambitions stratégiques. L'autofinancement contribue à préserver l'indépendance financière de l'entreprise, tandis que l'endettement, bien maîtrisé, peut améliorer la rentabilité grâce à l'effet de levier. L'ouverture du capital, via le capital-risque ou l'introduction en bourse, permet de lever des fonds importants pour financer la croissance, au prix d'une dilution du pouvoir décisionnel. En combinant judicieusement fonds propres, dettes et quasi-fonds propres, l'entreprise peut renforcer sa solidité financière, améliorer sa solvabilité et en définitive accroître sa valeur.

## Chapitre II : Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise

---

---

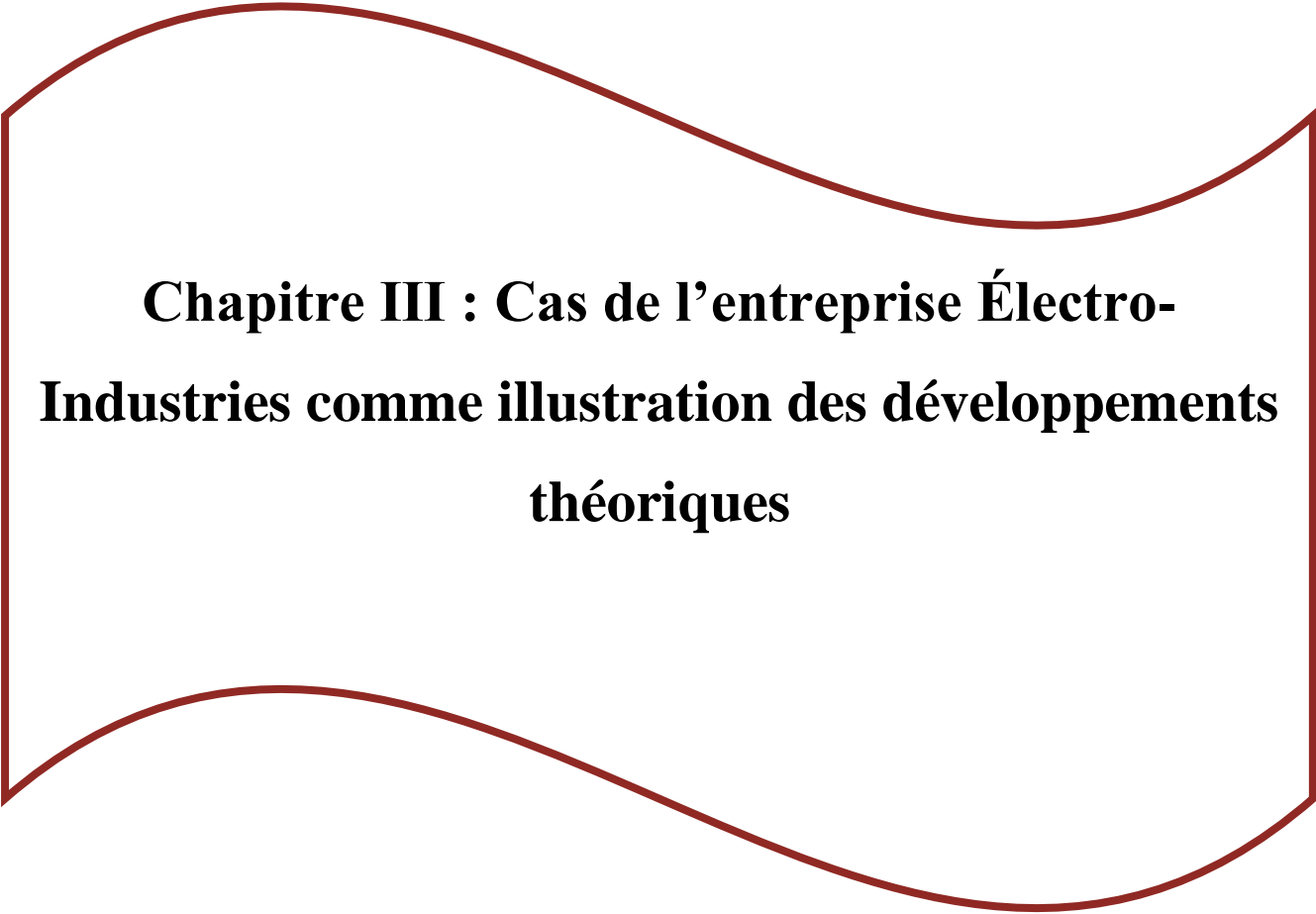
### Conclusion :

Au cours de ce chapitre, nous avons examiné l'impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise, en soulignant les éléments fondamentaux qui influencent les décisions de financement et par conséquent, la valeur de l'entreprise. L'objectif principal était de comprendre comment l'optimisation de la structure financière peut maximiser la valeur de l'entreprise, en prenant en compte les différents mécanismes de financement, le coût du capital et les risques associés à chaque choix.

Le coût du capital représente un critère essentiel pour évaluer la rentabilité des investissements d'une entreprise et déterminer sa capacité à créer de la valeur. Si le rendement généré par l'entreprise dépasse son coût du capital, cela traduit une création de valeur pour les actionnaires et créanciers. En revanche, un rendement inférieur entraîne une destruction de valeur. La gestion efficace du coût du capital est donc importante pour orienter les décisions financières, optimiser la structure de financement et garantir une rentabilité durable. En maîtrisant ce paramètre, l'entreprise maximise ses chances de succès à long terme.

Le choix entre le financement par fonds propres et par dettes reflète l'impact de la structure financière sur la rentabilité de l'entreprise. Cette décision relève de la responsabilité de la direction financière, voire de la direction générale, dans le but ultime de maximiser la création de valeur. Pour atteindre cet objectif, l'entreprise doit arbitrer entre ces deux sources de financement, chacune présentant des avantages et des inconvénients. En effet, un recours excessif à l'endettement génère des coûts élevés qui peuvent compromettre la capacité de remboursement, voire de financement.

Enfin, ce chapitre a permis de souligner l'importance de choisir une structure financière qui maximise la rentabilité des investissements tout en respectant le niveau de risque acceptable par les actionnaires. Même si certains modèles théoriques suggèrent que l'absence d'avantages fiscaux pourrait remettre en cause l'existence d'une structure optimale, la pratique montre qu'une approche équilibrée entre dettes et fonds propres reste essentielle pour maximiser la création de valeur.



**Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-  
Industries comme illustration des développements  
théoriques**

## **Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques**

---

---

### **Chapitre III : Cas de l'entreprise Electro-Industries comme illustration des développements théoriques**

#### **Introduction :**

Après avoir exploré les fondements de la structure financière et sa relation avec la valeur de l'entreprise à travers différentes approches et indicateurs. Il est pertinent d'illustrer ces concepts théoriques sur une application pratique car une théorie qui ne s'accompagne pas de réflexion et d'application reste incomplète et sans véritable portée. Dans le but de dépasser une approche purement théorique, nous avons opté pour une illustration concrète de l'entreprise Electro-Industries d'Azazga.

Cette analyse empirique repose sur l'exploitation des documents comptables mis à notre disposition par l'entreprise, notamment le bilan et le tableau des comptes de résultats des exercices 2019, 2020 et 2021. Cette étude nous permettra d'examiner le lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise.

Dans ce chapitre, nous aborderons trois sections principales.

La première section sera consacrée à la présentation générale de l'entreprise Electro-Industries.

Dans la deuxième section, nous procéderons à l'analyse de la structure financière de l'entreprise sur la période 2019-2021. Cette analyse se basera sur les bilans comptables, en mettant en évidence l'évolution des grandes masses, en évaluant l'équilibre financier à l'aide des principaux indicateurs d'équilibre, et en étudiant les différents ratios financiers permettant de mieux comprendre la structure financière de l'entreprise.

Enfin, la troisième section portera sur l'analyse de la valeur de l'entreprise, en examinant l'impact des choix de financement entre fonds propres et dettes, à travers le calcul des indicateurs de mesure de la valeur.

## **Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques**

---

---

### **Section 1 : Présentation et organisation de l'entreprise « Electro-Industries ».**

Cette section sera consacrée à une présentation détaillée de l'EPE/SPA Electro-Industries, en mettant en avant son historique depuis sa création jusqu'à son développement actuel, son identité ainsi que sa structure organisationnelle en exposant ses principales directions et leurs activités.

#### **1. Historique d'Electro-Industries :**

Electro-Industries trouve ses origines dans la restriction de l'entreprise électrotechnique de SONELEC (Société Nationale d'Électronique).

En 1971, la SONELEC a signé une convention portant sur la réalisation d'un complexe industriel à Tizi Ouzou, composé de trois unités de production. Parmi celle-ci, l'unité dédiée au matériel électronique (MEL) s'est imposée comme la plus importante, vu l'importance de son chiffre d'affaires en réponse à l'augmentation des besoins du marché et à la nécessité de renforcer l'autonomie de la production nationale.

En 1985, la création de l'usine a été officialisée par une convention conclue entre SONELEC et ses partenaires allemands, à savoir :

- SIEMENS : pour le produit alternateurs, générateurs et groupes électrogènes.
- TRAFU-UNION : pour le produit transformateur.
- FRITZ-WERNER : pour la partie engineering du projet.

La construction et la réalisation des infrastructures ont été confiées aux entreprises algériennes ECOTEC, COSIDER et BATIMETAL.

L'entrée en production et le lancement des produits ont eu lieu en janvier 1985 pour les transformateurs, et en janvier 1986 pour les moteurs/alternateurs, ces produits étaient fabriqués sous la licence SIEMENS jusqu'au 1992.

Après la restructuration de la SONELEC, l'entreprise est devenue sous l'appellation ENEL (Entreprise Nationales des Industries Électrotechniques) composée de sept filiales parmi lesquelles le complexe MEL.

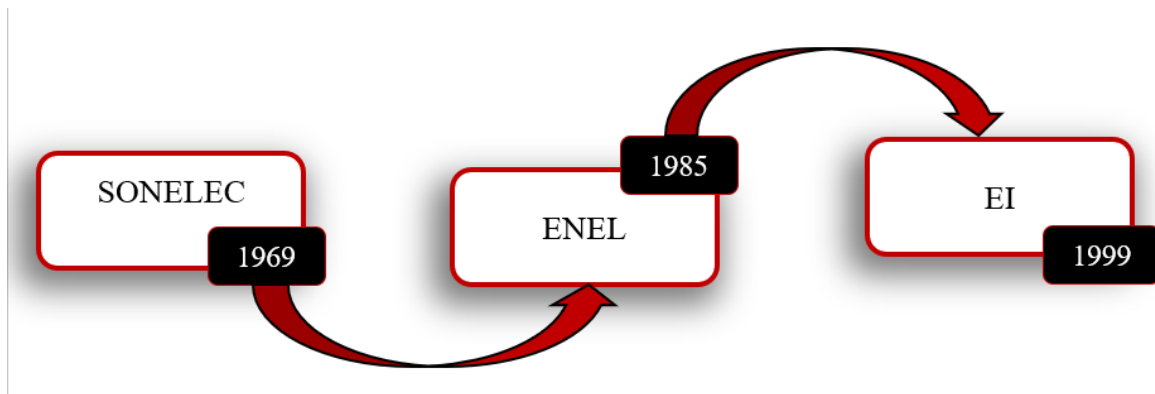
Enfin, l'Électro-Industries est issue de la réorganisation du secteur industriel en Algérie entre 1980 et 2000 qui a conduit en 1999 à la restructuration concrétisée par la scission de l'entreprise

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

mère ENEL en un certain nombre d'EPE/SPA parmi lesquelles figure EI (ELECTRO-INDUSTRIES).

Aujourd'hui, Electro-Industries est une référence nationale dans le secteur de l'industrie électronique en Algérie, évoluant dans un marché concurrentiel avec d'autres entreprises nationales. L'entreprise met un point d'honneur à garantir une qualité optimale grâce à ses propres laboratoires dédiés aux essais et mesures, ainsi qu'au contrôle rigoureux des matériaux utilisés dans la fabrication. De plus, ses produits répondent aux recommandations de la Commission Électrotechnique Internationale (CEI) et aux normes allemandes DIN/VDE, assurant ainsi leur conformité aux standards internationaux.

**Tableau 6:** L'évolution de l'entreprise Electro-Industries dans le temps.



**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

#### 2. Présentation d'Electro-Industries :

L'Électro-Industries est spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de matériels électriques industriels : transformateurs de distribution, moteurs, alternateurs et groupes électrogènes. Elle est la principale dans l'industrie électronique issue de la restructuration de SONELEC.

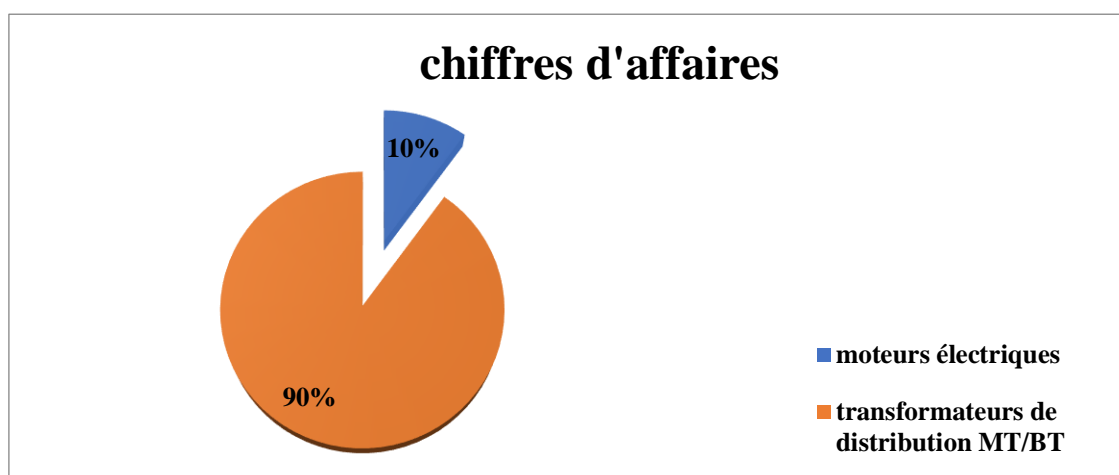
L'Electro-Industries est à la fois une entreprise publique économique (EPE) et une société par action (SPA) au capital social de quatre milliards sept cent cinquante-trois de dinars algériens (4 753 000 000,00 DA) détenus à 100% par la holding ELEC EL DJAZAIR pour le compte de l'État.

L'EPE/SPA est implanté dans une zone agricole de 39,5 hectares, située sur la route nationale N°12, distante de 30 KM du chef-lieu de la wilaya de Tizi-Ouzou et de 08 KM du chef-lieu de la daïra d'Azazga.

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

En 2021, elle a réalisé un chiffre d'affaires de 2,7 milliards de dinars, principalement issu de la commercialisation de ses produits (les transformateurs de distribution Moyenne Tension (MT) / Basse Tension (BT) représente 90 % de ce chiffre d'affaires, tandis que la vente des moteurs électriques et groupes électrogènes constitue les 10 % restants).

**Tableau 7:** Composition du chiffre d'affaires d'Electro-Industries.



**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise.

La capacité de production de transformateurs de cette entreprise satisfait environ 70% des besoins du marché. Par ailleurs, les ventes des moteurs représentent environ 30% de sa capacité de production.

L'analyse des effectifs d'une entreprise selon les catégories socioprofessionnelles permet de mieux comprendre la structure organisationnelle et les niveaux de qualification des employés. Le tableau ci-dessous présente la répartition des effectifs de l'entreprise Électro-Industries pour l'année 2021.

**Tableau 8:** Effectifs par catégorie socioprofessionnelle pour l'année 2021.

CSE	Cadre	Maîtrise	Exécution	Total
<b>NOMBRE</b>	218 agents soit 25,14 % de l'effectif global.	327 agents soit 37,71% de l'effectif global.	322 agents soit 37,14% de l'effectif global.	867.

**Source :** Document interne de l'entreprise.

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

#### 3. Les grands événements ayant marqué l'Electro-Industries :

**Tableau 9:** Présentation des principaux événements ayant marqué l'Electro-Industrie pendant la période 1999 – 2023.

Années	Principaux évènements ayant marqués l'Electro-Industries
<b>1999</b>	Electro-Industries a été créée en janvier 1999, suite à la restructuration de l'Entreprise Nationale des Industries Électrotechniques (ENEL).
<b>2005</b>	Démarche d'accréditation des laboratoires selon la norme ISO 17025 version 2005.
<b>2008</b>	Obtention de la certification ISO 9001 version 2008.
<b>2012</b>	Electro-Industries a entrepris un programme de modernisation de ses installations pour améliorer la qualité de ses produits et accroître sa compétitivité. Cette démarche inclut l'intégration de technologies avancées et l'optimisation des processus de fabrication, afin de répondre aux normes internationales et aux exigences du marché.
<b>2015</b>	Transition en cours vers ISO 9001 version 2015.
<b>2015</b>	Electro-Industrie a conclu un contrat à long terme avec SONELGAZ, acteur majeur du secteur énergétique en Algérie. Ce partenariat durable a permis à l'entreprise de sécuriser une part importante de sa production.
<b>2018</b>	Le 11 mars 2018, Electro-Industries a signé un protocole d'accord avec l'entreprise indienne Vijai Electricals Ltd et le groupe algérien SONELGAZ. Ce partenariat visait la création d'une nouvelle usine en Algérie pour la fabrication de transformateurs de grande puissance, renforçant ainsi les capacités locales de production et réduisant la dépendance aux importations.
<b>2019</b>	Electro-Industries a perdu sa position de monopole sur le marché national, suite à l'émergence de plusieurs concurrents en Algérie.
<b>2021</b>	Electro-Industries a élargi son activité en lançant la production de groupes électrogènes, en complément des transformateurs et des moteurs. Cette diversification vise à répondre à la demande croissante en solutions d'alimentation énergétique.
<b>2023</b>	Electro-Industries a franchi une étape importante en débutant l'exportation de ses produits vers d'autres pays africains. Cette initiative s'inscrit dans la stratégie nationale de diversification des exportations, visant à promouvoir les produits algériens sur le continent africain.

**Source :** Réalisé par nous-mêmes à partir des documents internes de l'entreprise.

## **Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques**

---

---

### **4. Unités d'Electro-Industries et leurs activités :**

Electro-Industries est composée de trois (03) unités, toutes situées sur un même site : une unité de fabrication de moteurs électriques qui peut produire jusqu'à 50 000 unités par an, une unité de fabrication de transformateurs de distribution avec une capacité de production de 5000 unités par an, et une unité de prestation technique qui assure la maintenance et la vérification des produits fabriqués, et qui sert d'unité intermédiaire entre les deux unités de fabrication.

#### **- Unité de fabrication des transformateurs de distribution MT (Moyenne Tension) /BT (Basse Tension) :**

C'est une unité de production et de commercialisation des transformateurs électriques de distribution.

#### **- Unité de fabrication de moteurs électriques et montage des groupes électrogènes :**

Cette unité occupe la grande surface dans l'entreprise, sa mission est de produire des biens marchands. Les ventes des moteurs et groupes électrogènes représentent environ 30% de la capacité de production de l'entreprise.

#### **- Unité prestations techniques :**

C'est une unité qui est dotée des moyens pour la fabrication des outils de découpage, d'usinage, de moulage sous pression, de traitement thermique, etc. Elle est chargée de trois activités : la maintenance des machines de production, la préparation technique et la réalisation des pièces des machines de production.

### **5. Électro-Industries sur le marché national et international :**

Electro-Industries collabore avec de nombreux clients et fournisseurs potentiels, tant au niveau national qu'international, ce qui lui permet de dynamiser ses activités commerciales. Cependant, l'entreprise doit également faire face à la concurrence d'autres acteurs évoluant dans le même marché et le même secteur.

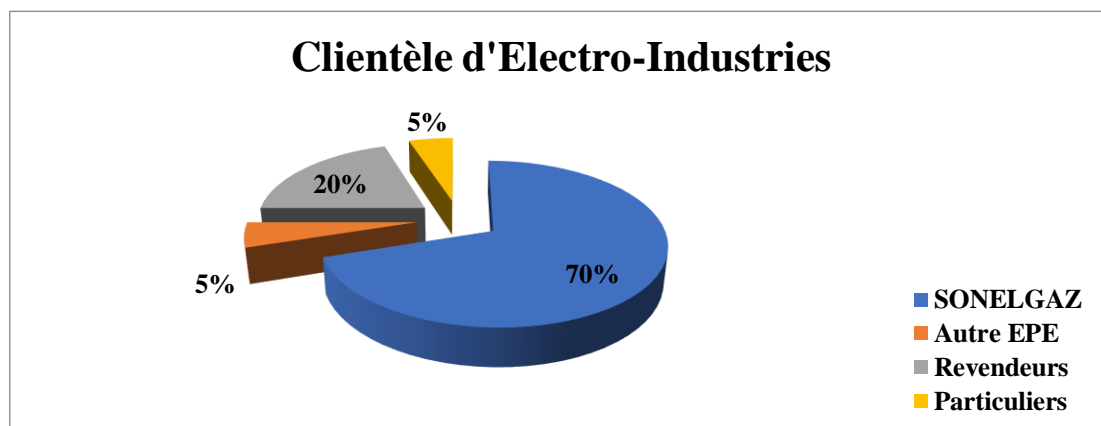
#### **❖ La clientèle de l'entreprise :**

Electro-Industries travaille principalement avec deux catégories de clients :

- Entreprises publiques économiques (Filiales du Groupe SONELGAZ « KAHRIF, SADEG, MEI... ) POVAL, ERIAD, ENNTP » ;
- Secteur privé (agents agréés distributeurs « revendeurs », particuliers).

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

**Figure 10:** Clientèle d'Electro-Industries.



**Source :** Établi par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise.

❖ Fournisseurs potentiels étrangers de l'entreprise.

**Tableau 10:** Fournisseurs étrangers d'Électro-Industries.

Fournisseurs	Pays
WELMAC	Belgique
FITZ	Colombie
WERNER	Allemagne
SOFILEC	France
OTTO WOLF	Allemagne
CENTROZAP	France
PROCELIS	France
NYNAS	France
DELIGNIT	Allemagne
TREMASA	Maroc
MATELEC	Liban
ARIMEKS	France

**Source :** Document interne de l'entreprise.

❖ Concurrents étrangers d'Electro-Industries.

**Tableau 11:** Concurrents Moteur.

Concurrents	Pays
SIEMENS	Allemagne
LEROY SOMMER	France
EFFACEC	Portugal

**Source :** Document interne de l'entreprise.

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

**Tableau 12:** Concurrents transformateurs.

Concurrents	Pays
MINEL	Yougoslavie
SIEMENS	Allemagne
TRAFO-UNION	Allemagne
ALSTHOM	France
FRANCE-TRANSFO	France
POWER	Belgique
EFFACEC	Portugal

Source : Document interne de l'entreprise.

❖ Concurrents nationaux d'Electro-Industries.

**Tableau 13:** Concurrents nationaux.

Concurrents	Wilaya
EL SWEIDY	Aïn Defla
UTEC	Sétif
ABB	Sidi Bel Abbès

Source : Document interne de l'entreprise.

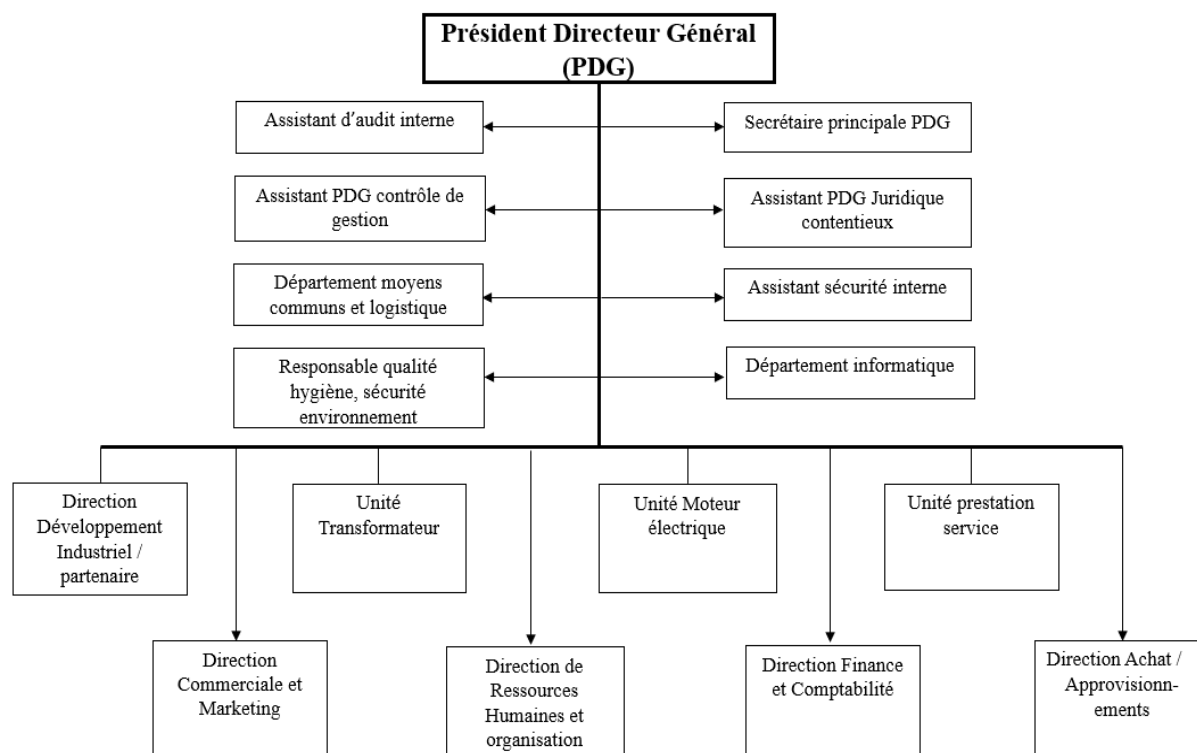
#### 6. L'organisation de l'entreprise Electro-Industries :

La direction de l'entreprise est placée sous la responsabilité d'un Président-Directeur Général, chargé de coordonner les différents départements et d'assurer une gestion optimale de l'entreprise. Il prend des décisions stratégiques en matière d'organisation et s'appuie sur plusieurs collaborateurs, notamment un assistant chargé du contrôle de gestion, un responsable des affaires juridiques, du contentieux et du recouvrement, ainsi qu'un chef de département informatique.

L'entreprise est organisée en structure fonctionnelle et opérationnelle afin de garder une flexibilité importante pour répondre au mieux à la fluctuation de l'environnement. Elle comporte une direction générale composée de 08 directions.

## Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

Figure 11: Organigramme générale de l'entreprise Electro-Industries.



Source : Réalisé par nous-mêmes à partir des documents de l'entreprise.

### 7. Présentation du service du déroulement du stage :

Dans le cadre de notre stage effectué au sein de l'entreprise Electro-Industries, nous avons été affectés au service de contrôle de gestion, où nous avons réalisé l'essentiel de notre apprentissage pratique sous la supervision compétente de **Madame SADOUN Hayet**.

Ce service occupe une fonction centrale dans le pilotage de la performance de l'entreprise. Il assure le suivi des résultats financiers, élabore les budgets prévisionnels, met en place des tableaux de bord de suivi et analyse les écarts entre les prévisions et les réalisations.

Le contrôle de gestion contribue activement à la maîtrise de la rentabilité de l'entreprise. Il évalue la performance économique globale ainsi que celle de ses principales activités ou lignes de produits, en veillant à l'équilibre entre l'augmentation des revenus et la réduction des coûts. Cette expérience au sein du service de contrôle de gestion nous a permis de constater de manière directe le lien entre les choix financiers d'une entreprise et son suivi de performance. En effet, le contrôle de gestion se concentre sur des indicateurs financiers, la rentabilité des projets et la maîtrise des coûts, qui sont directement liés à la structure financière de l'entreprise. Les décisions concernant les sources de financement (fonds propres, dettes, autofinancement) influencent les résultats financiers et, à terme, la valeur de l'entreprise.

## **Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques**

---

---

### **Section 2 : Analyse de la structure financière de l'entreprise Electro-Industries.**

Après la présentation de l'entreprise Electro-Industries, cette section sera consacrée à l'analyse et à l'exploitation de ses données comptables et financières. L'objectif est d'évaluer la structure financière d'Electro-Industries sur la période 2019-2021, à partir des bilans comptables fournis durant la période de stage.

L'étude portera sur l'évolution des grandes masses du bilan, le calcul des indices d'équilibre ainsi que l'analyse des principaux ratios financiers. L'ensemble de ces éléments permettra de dresser un diagnostic clair et pertinent de la structure financière de l'entreprise, et d'apprécier son équilibre au cours de la période étudiée.

#### **1. Présentation des bilans des exercices 2019/2020/2021 :**

##### **1.1 Présentation et analyse des bilans financiers (2019/2020/2021):**

En pratique, le bilan financier est souvent assimilé au bilan comptable, structuré par ordre croissant de liquidité pour les actifs et d'exigibilité pour les passifs. Cette présentation met en évidence la capacité de l'entreprise à faire face à ses engagements financiers à court terme. Le bilan financier ne constitue qu'une partie des comptes annuels, qui comprennent également le compte de résultat et l'annexe. Ces documents, indissociables, fournissent une vision complète de la situation financière de l'entreprise.

Donc, les bilans financiers durant les exercices 2019/2020/2021 ont été établis à partir des informations contenues dans les bilans comptables que l'entreprise Electro-Industries nous a fournis. En analysant les données comptables, nous avons pu reclasser les éléments de l'actif et du passif selon leur liquidité et leur exigibilité, afin d'obtenir une vision plus précise de la structure financière de l'entreprise. Ce bilan financier permet ainsi d'évaluer la solvabilité et la capacité de financement d'Electro Industrie, en mettant en évidence ses ressources stables et ses engagements à court et long terme.

##### **1.1.1 Les emplois des bilans financiers pour les exercices 2019/2020/2021 :**

Le tableau ci-après représente la partie « emplois » des bilans financiers de l'entreprise Electro-Industries durant les années 2019/2020/2021 :

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

**Tableau 14:** Bilans financiers « partie emplois » des exercices 2019/2020/2021.

<b>EMPLOIS</b>			
	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Valeurs immobilisées (VI)</b>			
Immob-incorporelles	3 499 700,60	3 207 600,00	2 916 000,00
Immob-corporelles	1 562 461 809,28	1 434 765 250,77	1 310 295 443,07
Immob- en cours	16 714 731,34	48 387 240,04	27 663 634,23
Immob- financières	1 780 300 000,00	1 780 300 000,00	1 480 300 000,00
Impôts différés actif	63 912 862,76	67 428 628,26	116 840 627,58
<b>TOTAL VI</b>	<b>3 426 889 103,98</b>	<b>3 334 088 719,07</b>	<b>2 938 015 704,88</b>
<b>Valeurs d'exploitation (VE)</b>			
Stocks et encours	2 992 436 562,48	2 592 877 223,10	3 926 855 969,65
<b>TOTAL VE</b>	<b>2 992 436 562,48</b>	<b>2 592 877 223,10</b>	<b>3 926 855 969,65</b>
<b>Valeurs réalisables (VR)</b>			
Clients	1 269 643 688,56	1 723 512 199,86	1 087 250 256,32
Autres débiteurs	54 797 748,26	125 695 746,39	154 477 655,36
Impôts et assimilés	20 754 011,75	36 579 016,69	44 623 222,36
Groupe et associés	36 087 244,00	15 361 772,00	102 235 913,00
<b>TOTAL VR</b>	<b>1 381 282 692,57</b>	<b>1 901 148 734,94</b>	<b>1 388 587 047,04</b>
<b>Valeurs disponibles (VD)</b>			
Trésorerie	671 844 654,33	731 182 996,99	343 429 481,38
<b>TOTAL VD</b>	<b>671 844 654,33</b>	<b>731 182 996,99</b>	<b>343 429 481,38</b>
<b>TOTAL EMPLOIS</b>	<b>8 472 453 013,36</b>	<b>8 559 297 674,10</b>	<b>8 596 888 202,95</b>

**Source :** Réalisé par nous-mêmes à partir des bilans comptables des exercices 2019 à 2021.

Du tableau ci-dessus, nous constatons qu'Electro-Industries a progressivement réduit ses immobilisations tout en connaissant des fluctuations marquées au niveau des stocks, des créances et de la trésorerie. La forte augmentation des stocks en 2021 pourrait refléter une gestion moins efficace des approvisionnements ou une baisse des ventes, tandis que la chute significative de la trésorerie la même année pourrait poser des défis en matière de liquidité.

La hausse des créances clients en 2020 pourrait représenter un risque en matière de recouvrement et de liquidité à court ou à moyen terme. Il serait donc essentiel pour l'entreprise de surveiller ses délais de paiement et d'adopter une gestion plus rigoureuse des créances afin d'éviter d'éventuels problèmes de trésorerie. Toutefois, en 2021, l'amélioration du recouvrement des créances clients est un point positif qui témoigne d'une meilleure maîtrise de la gestion financière.

## Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

### 1.1.2 Les ressources des bilans financiers pour les exercices 2019/2020/2021 :

Le tableau ci-après représente la partie « ressources » des bilans financiers de l'entreprise Electro-industries durant les années 2019/2020/2021 :

**Tableau 15:** Bilans financiers « partie ressources » des exercices 2019/2020/2021.

<b>RESSOURCES</b>			
	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Capitaux propres (CP)</b>			
Capital émis	4 753 000 000,00	4 753 000 000,00	4 753 000 000,00
Primes et réserves	2 172 287 438,63	2 172 287 438,63	2 172 287 438,63
Résultat net	-108 728 266,51	50 657 325,79	-177 433 918,37
Report à nouveau		-108 728 266,51	-58 070 940,72
<b>TOTAL CP</b>	<b>6 816 559 172,12</b>	<b>6 867 216 497,91</b>	<b>6 689 782 579,54</b>
<b>Dettes à long et moyen terme (DLMT)</b>			
Emprunts et dettes financières	382 782 676,58	337 080 513,01	289 077 537,37
Impôts (différés et provisionnés)			1 874 798,08
Autres dettes non courantes	472 675 000,00	315 150 000,00	315 150 000,00
Provisions et produits constatés d'avance	261 079 292,64	278 773 824,66	296 069 935,09
<b>TOTAL DLMT</b>	<b>1 116 536 969,22</b>	<b>931 004 337,67</b>	<b>902 172 270,54</b>
<b>Dettes à court terme (DCT)</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés	388 319 548,76	523 841 816,09	870 787 162,81
Impôts et dettes parafiscales	29 488 573,93	29 159 284,06	28 973 896,42
Autres dettes	121 548 749,33	141 911 357,37	105 172 293,64
Groupe et associés		66 164 381,00	
<b>TOTAL DCT</b>	<b>539 356 872,02</b>	<b>761 076 838,52</b>	<b>1 004 933 352,87</b>
<b>TOTAL RESSOURCES</b>	<b>8 472 453 013,36</b>	<b>8 559 297 674,10</b>	<b>8 596 888 202,95</b>

Source : Réalisé par nous-mêmes à partir des bilans comptables des exercices 2019 à 2021.

Le tableau ci-dessus montre, sur la période étudiée, qu'Electro-Industries a connu une évolution contrastée de sa structure financière. L'entreprise a conservé des capitaux propres solides grâce à un capital stable et des réserves constantes. Toutefois, la rentabilité instable, marquée par des pertes en 2019 et 2021, a fragilisé cette structure en réduisant progressivement les fonds propres.

Ainsi, Electro-Industries adopte une stratégie de réduction de son endettement à long terme, mais cela s'accompagne d'une augmentation significative des dettes à court terme, en particulier envers les fournisseurs.

## Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

### 1.2 Établissement des bilans financiers en grande masse :

Le bilan financier en grande masse est une version synthétique du bilan comptable qui regroupe les différents postes en catégories plus larges pour donner une vision globale de la structure financière d'une entreprise. Il fait ressortir à cet effet chaque masse du bilan financier qui montre à la fois la composition des emplois et l'origine des ressources de celle-ci.

- Exemple pour calculer les ratios du bilan en grande masse :

#### Valeurs immobilisées / Total emplois \*100

#### 1.2.1 Établissement des bilans financiers en grande masse « partie emplois » :

**Tableau 16:** Bilans en grande masse « partie emplois » des exercices 2019/2020/2021.

<b>EMPLOIS</b>						
	<b>2019</b>	<b>%</b>	<b>2020</b>	<b>%</b>	<b>2021</b>	<b>%</b>
<b>VI</b>	3 426 889 103,98	<b>40,45</b>	3 334 088 719,07	<b>38,95</b>	2 938 015 704,88	<b>34,18</b>
<b>VE</b>	2 992 436 562,48	<b>35,32</b>	2 592 877 223,10	<b>30,29</b>	3 926 855 969,65	<b>45,68</b>
<b>VR</b>	1 381 282 692,57	<b>16,30</b>	1 901 148 734,94	<b>22,21</b>	1 388 587 047,04	<b>16,15</b>
<b>VD</b>	671 844 654,33	<b>7,93</b>	731 182 996,99	<b>8,54</b>	343 429 481,38	<b>3,99</b>
<b>TOTAL</b>	<b>8 472 453 013,36</b>	<b>100,00</b>	<b>8 559 297 674,10</b>	<b>100,00</b>	<b>8 596 888 202,95</b>	<b>100,00</b>

**Source :** Établi par nous-mêmes à partir des bilans financiers « partie emplois ».

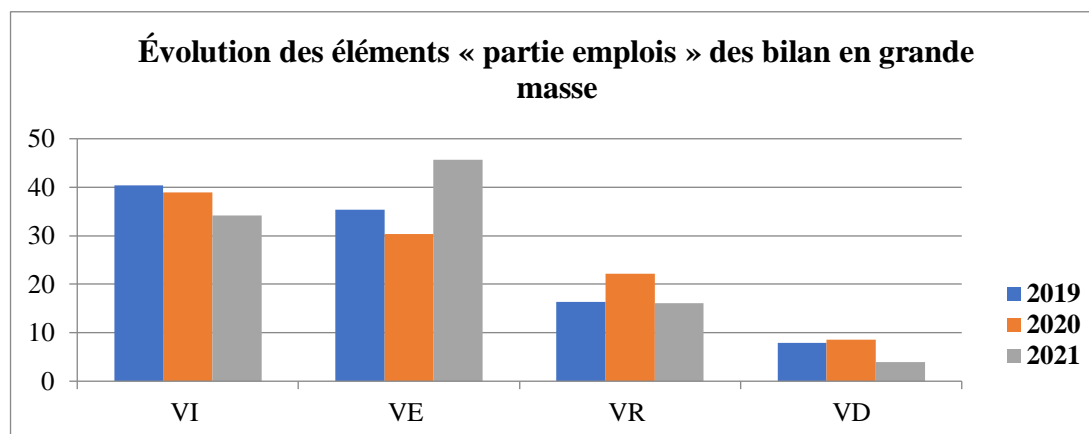
Après l'élaboration du bilan ci-dessus nous allons étudier l'évolution des éléments des emplois durant les exercices 2019 à 2021 à travers le tableau et le graphe ci-dessous.

**Tableau 17:** Évolution de la partie emplois des exercices 2019 à 2021.

<b>EMPLOIS</b>					
	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2020-2019</b>	<b>2021</b>	<b>2021-2020</b>
<b>VI</b>	40,45	38,95	<b>-1,5</b>	34,18	<b>-4,77</b>
<b>VE</b>	35,32	30,29	<b>-5,03</b>	45,68	<b>15,39</b>
<b>VR</b>	16,3	22,21	<b>5,91</b>	16,15	<b>-6,06</b>
<b>VD</b>	7,93	8,54	<b>0,61</b>	3,99	<b>-4,55</b>
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>		<b>100</b>	

**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des bilans en grande masse « partie emplois ».

Tableau 18: Évolution des éléments « partie emplois » des bilans en grande masse.



Source : Établi par nous-mêmes à partir des bilans en grande masse « partie emplois ».

D'après le tableau et la figure ci-dessus, l'analyse de la structure du bilan financier repose sur l'interprétation de l'évolution des principales masses qui le composent.

- **Les valeurs immobilisées (VI) :**

Les VI ont connu une diminution progressive de leur part dans le total du bilan sur les trois exercices, passant de 40,45% en 2019 à 38,95% en 2020, soit une baisse de 1,5% puis à 34,18% en 2021, enregistrant une nouvelle diminution de 4,77%.

Au cours de ces exercices, l'entreprise se trouve en situation de sous-investissement puisque les valeurs immobilisées des années 2019 à 2021 restent inférieures à 50%. Cette situation pourrait s'expliquer par plusieurs facteurs : Amortissement et dépréciation de certains actifs corporels immobilisés, Diminution des acquisitions de nouveaux équipements ou infrastructures et ralentissement du plan de développement de l'entreprise.

- **Les valeurs d'exploitation (VE) :**

L'évolution des valeurs d'exploitation entre 2019 et 2020 montre une forte diminution, passant de 35,32% en 2019 à 30,29% en 2020, puis à 15,39% en 2021. Cette baisse progressive peut être liée à une baisse des ventes et des approvisionnements ou à une réduction de l'activité de l'entreprise.

- **Les valeurs réalisables (VR) :**

Les valeurs réalisables enregistrent une hausse de 2019 à 2020 passant de 16,30% à 22,21%, qui est due de l'augmentation des créances clients et autres débiteurs, puis redescendent à 16,15% en 2021 en raison de l'élargissement des délais de paiement provoqué par la crise sanitaire COVID en 2020.

## Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

- **Les valeurs disponibles (VD) :**

Les valeurs disponibles ont légèrement augmenté de 7,93% en 2019 à 8,54% en 2020, puis ont fortement diminué à 3,99% en 2021. Cette diminution est expliquée par l'augmentation du programme d'approvisionnement de 30% soit 665 MDA, cette hausse se situe principalement au niveau des achats de l'unité transformateurs et s'explique notamment par la fluctuation des prix de matières premières sur le marché mondial.

### 1.2.2 Établissement des bilans financiers en grande masse « partie ressources » :

**Tableau 19:** Bilans en grande masse « partie ressources » des exercices 2019/2020/2021.

<b>RESSOURCES</b>						
	<b>2019</b>	<b>%</b>	<b>2020</b>	<b>%</b>	<b>2021</b>	<b>%</b>
<b>CP</b>	6 816 559 172,12	<b>80,46</b>	6 867 216 497,91	<b>80,23</b>	6 689 782 579,54	<b>77,82</b>
<b>DLMT</b>	1 116 536 969,22	<b>13,18</b>	931 004 337,67	<b>10,88</b>	902 172 270,54	<b>10,49</b>
<b>DCT</b>	539 356 872,02	<b>6,37</b>	761 076 838,52	<b>8,89</b>	1 004 933 352,87	<b>11,69</b>
<b>TOTAL</b>	<b>8 472 453 013,36</b>	<b>100,00</b>	<b>8 559 297 674,10</b>	<b>100,00</b>	<b>8 596 888 202,95</b>	<b>100,00</b>

**Source :** Établi par nous-mêmes à partir des bilans financiers « partie ressources ».

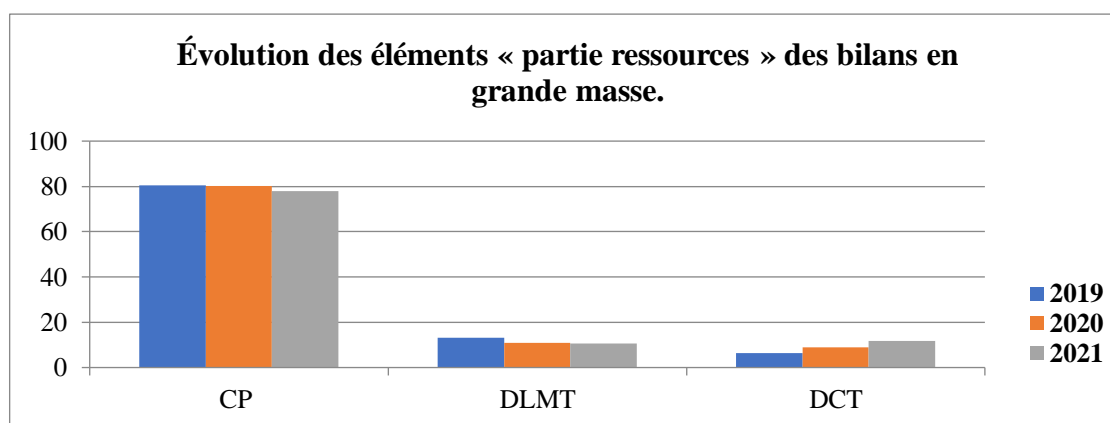
Après l'élaboration du bilan ci-dessus nous allons étudier l'évolution des éléments des ressources durant les exercices 2019 à 2021 à travers le tableau et le graphe ci-dessous.

**Tableau 20:** Évolution de la partie ressources des exercices 2019 à 2021.

<b>RESSOURCES</b>					
	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2020-2019</b>	<b>2021</b>	<b>2021-2020</b>
<b>CP</b>	80,46	80,23	<b>-0,23</b>	77,82	<b>-2,41</b>
<b>DLMT</b>	13,18	10,88	<b>-2,3</b>	10,49	<b>-0,39</b>
<b>DCT</b>	6,37	8,89	<b>2,52</b>	11,69	<b>2,8</b>
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>		<b>100</b>	

**Source :** Établi par nous-mêmes à partir des bilans en grande masse « partie ressources ».

**Figure 12:** Évolution des éléments « partie ressources » des bilans en grande masse.



**Source :** Établi par nous-mêmes à partir des bilans en grande masse « partie ressources ».

## **Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques**

---

---

Du tableau et de la figure ci-dessus, nous constatons :

- **Capitaux Propres (CP) :**

Les capitaux propres, représentant la part des ressources financées par les actionnaires et les bénéficiaires non distribués, constituaient 80,46 % du total des ressources en 2019, légèrement diminués à 80,23 % en 2020, puis à 77,82 % en 2021. Cette baisse est principalement due au résultat déficitaire de l'exercice, ce qui a entraîné une réduction des bénéfices réinvestis. Malgré cette baisse, les capitaux propres restent majoritaires, ce qui témoigne de la solidité financière de l'entreprise, ce qui signifie qu'elle a une indépendance financière parfaite et détient une forte autonomie financière.

- **Dettes à Long et Moyen Terme (DLMT) :**

Ces dettes concernent les emprunts et obligations dont l'échéance dépasse un an. Leur proportion est passée de 13,18 % en 2019 à 10,88 % en 2020, puis à 10,49 % en 2021. La diminution des DLMT est principalement due au remboursement progressif des emprunts et dettes financières et à la baisse des autres dettes non courantes. Cette baisse indique que l'entreprise a remboursé une partie de ses emprunts à long terme et n'a pas contracté de nouveaux financements (emprunts) équivalents.

- **Dettes à Court Terme (DCT) :**

Ces dettes incluent les obligations financières à échéance inférieure à un an, telles que les dettes fournisseurs ou fiscales. Leur part a augmenté de 6,37 % en 2019 à 8,89 % en 2020, puis à 11,69 % en 2021. Cette hausse indique un accroissement des engagements à court terme, comme une augmentation des achats à crédit.

### **2. Evolution de la structure financière :**

Pour financer ses projets entre 2019 et 2021, Electro-Industries a mobilisé différents moyens : capitaux propres, dettes à long, moyen et court terme. L'évolution de cette structure financière reflète les choix stratégiques de l'entreprise face à ses besoins d'investissement. Son analyse permet de mieux comprendre l'équilibre entre financement interne et externe et d'évaluer la solidité financière de l'entreprise.

#### **2.1 Calcul de la part de chaque mode de financement d'Électro-Industries :**

On résume la structure financière pour les années 2019, 2020 et 2021 dans le tableau suivant :

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

**Tableau 21:** Evolution de la structure financière des trois (03) années 2019, 2020 et 2021.

Désignation	2019	2020	2021
CP	80,46 %	80,23%	77,82%
DLMT	13,18%	10,88%	10,49%
DCT	6,37%	8,89%	11,69%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

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

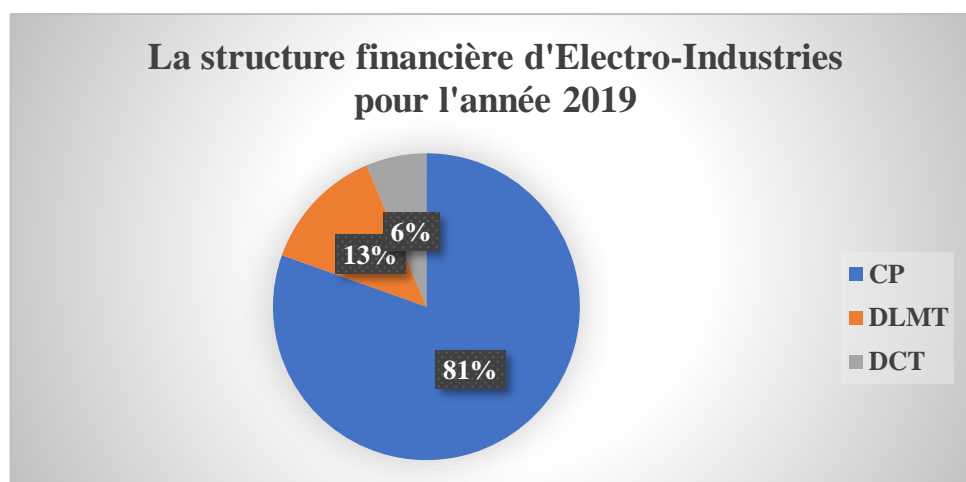
$$\text{Taux CP} = \frac{\text{Montant des Capitaux Propres}}{\text{Total Passif}} \times 100$$

$$\text{Taux DLMT} = \frac{\text{Passif non Coutant}}{\text{Total Passif}} \times 100$$

$$\text{Taux DCT} = \frac{\text{Passif Coutant}}{\text{Total Passif}} \times 100$$

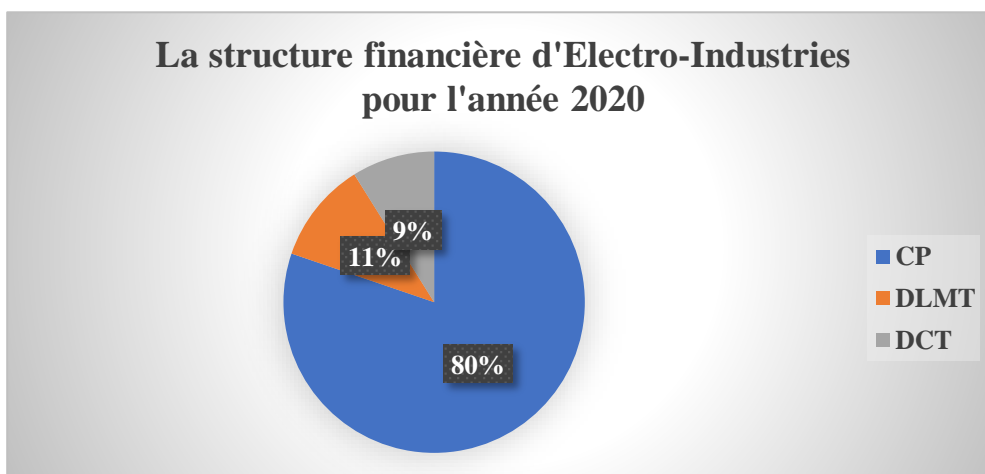
- Les données du tableau ci-dessus sont illustrées dans les figures suivantes :

**Figure 13:** La structure financière d'Electro-Industries pour l'année 2019.



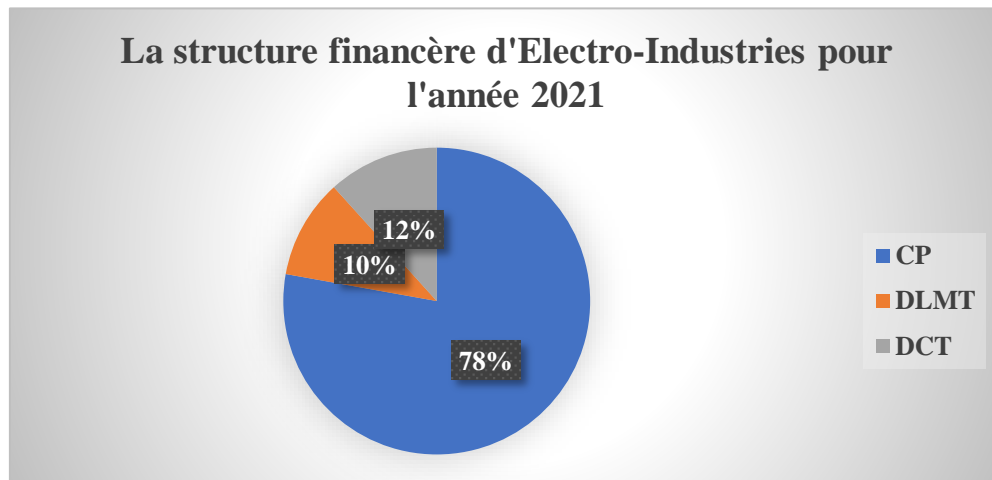
**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise.

**Figure 14:** La structure financière d'Electro-Industries pour l'année 2020.



**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise.

Figure 15: La structure financière d'Electro-Industries pour l'année 2021.



Source : Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise.

## 2.2 Interprétation de l'évolution de la structure financière entre 2019 et 2021 :

D'après le tableau et les figures présentés précédemment, il apparaît clairement que l'entreprise n'a pas conservé une structure financière stable au cours des trois exercices 2019, 2020 et 2021.

Sa politique de financement repose principalement sur l'utilisation des capitaux propres comme première source de financement, représentant 80,46 % en 2019, 80,23 % en 2020 et 77,82 % en 2021. Cette prédominance traduit une forte dépendance à l'autofinancement et une volonté de maintenir une structure financière solide.

Ensuite, les dettes à long et moyen terme (DLMT) ont été mobilisées comme deuxième source, avec une part de 13,18 % en 2019, 10,88 % en 2020 et 10,49 % en 2021, montrant une tendance à la baisse et donc une réduction progressive de l'endettement à long terme, essentiellement liée au remboursement progressif des emprunts et des dettes financières.

Enfin, les dettes à court terme (DCT) constituent la troisième source de financement, avec des taux en augmentation : 6,37 % en 2019, 8,89 % en 2020 et 11,69 % en 2021. Cette évolution reflète un recours de plus en plus important au financement à court terme.

## 3. Analyse de la structure financière à travers les équilibres financiers :

Après l'élaboration des bilans financiers et les bilans en grandes masses de l'entreprise Electro-Industries des exercices 2019, 2020 et 2021, nous procédons à l'analyse de sa structure financière à travers le calcul des indicateurs financiers, qui sont des outils essentiels pour tout dirigeant souhaitant gérer son entreprise de manière optimale. Ces indicateurs permettent d'évaluer rapidement la santé financière de l'entreprise et d'identifier des pistes d'amélioration.

## Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

Cette approche consiste à examiner l'adéquation entre les ressources stables et les emplois durables, en mettant en évidence l'équilibre entre son financement à long terme et sa capacité à couvrir ses besoins à court terme.

### 3.1 Calcul des équilibres financiers de l'entreprise :

Dans cette partie, nous analyserons la structure financière de l'entreprise à travers des équilibres financiers, afin d'évaluer sa capacité à couvrir ses besoins d'exploitation. Pour cela, nous calculerons :

- **Le Fonds de Roulement (FR) ;**
- **Le Besoin en Fonds de Roulement (BFR) ;**
- **La Trésorerie Nette (TN).**

#### 3.1.1 Le Fonds de Roulement (FR) :

Le fonds de roulement est le surplus de ressources stables, de long terme, restant disponible, une fois les actifs longs financés. C'est donc une « marge de manœuvre » pour financer le reste des actifs de plus court terme, une fois financé le cycle de l'investissement.

Le fonds de roulement est un indicateur qui permet au dirigeant d'entreprise de mesurer les ressources financières dont l'entreprise dispose sur le moyen et le long terme pour financer son exploitation courante. Il est aussi appelé le fonds de roulement net global (FRNG).

##### ➤ Méthode de calcul du FR :

Il existe deux méthodes de calcul du FR : la méthode du haut du bilan et la méthode du bas du bilan.

- Par le haut du bilan :

$$\text{FR} = \text{FP} + \text{DLMT} - \text{VI}$$

**Tableau 22:** Calcul du fonds de roulement par le haut du bilan.

Eléments	2019	2020	2021
<b>FP</b>	6 816 559 172,12	6 867 216 497,91	6 689 782 579,54
<b>DLMT</b>	1 116 536 969,22	931 004 337,67	902 172 270,54
<b>VI</b>	3 426 889 103,98	3 334 088 719,07	2 938 015 704,88
<b>FR</b>	<b>4 506 207 037,36</b>	<b>4 464 132 116,51</b>	<b>4 653 939 145,20</b>

**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des bilans en grande masse d'Electro-Industries.

## Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

- Par le bas du bilan :

$$\text{FR} = (\text{VE} + \text{VR} + \text{VD}) - \text{DCT}$$

**Tableau 23:** Calcul du fonds de roulement par le bas du bilan.

Eléments	2019	2020	2021
VE	2 992 436 562,48	2 592 877 223,10	3 926 855 969,65
VR	1 381 282 692,57	1 901 148 734,94	1 388 587 047,04
VD	671 844 654,33	731 182 996,99	343 429 481,38
DCT	539 356 872,02	761 076 838,52	1 004 933 352,87
FR	<b>4 506 207 037,36</b>	<b>4 464 132 116,51</b>	<b>4 653 939 145,20</b>

Source : Etabli par nous-mêmes à partir des bilans en grande masse d'Electro-Industries.

D'après les résultats du tableau ci-dessus, le fonds de roulement (FR) est positif ( $\text{FR} > 0$ ) pendant toute la période étudiée (2019, 2020 et 2021), donc l'entreprise est en équilibre financier à long terme, ce qui signifie que les ressources stables sont supérieures aux emplois stables à chaque année, ce qui lui a permis de disposer d'une marge de sécurité pour faire face à ses obligations à long terme. Cela témoigne de la solidité de l'équilibre financier à long terme de l'entreprise Electro-Industries.

✓ Analyse des variations des FR par rapport à la période de 2019 à 2021 :

- **2019** : Le fonds de roulement est de 4,51 milliards DZD, ce qui indique que l'entreprise dispose de ressources permanentes suffisantes pour couvrir ses emplois stables, avec une marge de sécurité bien établie.
- **2020** : Le fonds de roulement diminue légèrement à 4,46 milliards DZD. Cette baisse est modeste et ne remet pas en cause la stabilité financière de l'entreprise. Bien que la crise du COVID-19 ait pu affecter l'activité, l'entreprise a réussi à maintenir un équilibre financier satisfaisant.
- **2021** : Le fonds de roulement augmente à 4,65 milliards DZD, ce qui montre une amélioration de la situation financière.

### 3.1.2 Le Besoin en Fonds de Roulement (BFR) :

Le besoin en fonds de roulement représente l'excédent des actifs circulants d'exploitation sur les passifs circulants d'exploitation, traduisant le financement nécessaire pour assurer le cycle d'exploitation de l'entreprise.

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

Le BFR représente les besoins de financement à court terme d'une entreprise résultant des décalages des flux de trésorerie correspondant aux décaissements et aux encaissements liés à l'activité opérationnelle

Le BFR se calcul de la manière suivante :

$$\text{BFR} = \text{VE} + \text{VR} - \text{DCT} - \text{Découvert Bancaire}$$

**Tableau 24:** Calcul du besoin en fonds de roulement.

Eléments	2019	2020	2021
VE	2 992 436 562,48	2 592 877 223,10	3 926 855 969,65
VR	1 381 282 692,57	1 901 148 734,94	1 388 587 047,04
DCT	539 356 872,02	761 076 838,52	1 004 933 352,87
<b>BFR</b>	<b>3 834 362 383,03</b>	<b>3 732 949 119,52</b>	<b>4 310 509 663,82</b>

**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des bilans en grande masse d'Electro-Industries.

D'après les résultats du tableau ci-dessus, l'entreprise Electro-Industries affiche un besoin en fonds de roulement positif (BFR>0) tout au long de la période d'étude, ceci signifie que les besoins de financement à court terme dépassent les ressources de financement à court terme. Dans ce cas les besoins d'exploitation excèdent les ressources d'exploitation. Ce solde positif reflète un besoin de financement supplémentaire pour l'entreprise, qu'elle peut couvrir soit par l'utilisation de l'excédent de son fonds de roulement, soit par le recours à un concours bancaire.

✓ Analyse des variations des BFR par rapport à la période de 2019 à 2021 :

- **2019 :** Le Besoin en Fonds de Roulement (BFR) s'élève à 3,83 milliards DZD, ce qui montre que l'entreprise a un besoin important de financement pour son cycle d'exploitation. Cela signifie que les stocks et les créances clients absorbent une part importante des ressources, nécessitant une gestion efficace de la trésorerie.
- **2020 :** Le BFR diminue légèrement à 3,73 milliards DZD, indiquant que l'entreprise a optimisé son cycle d'exploitation. Cette amélioration peut être due à une meilleure gestion des stocks ou des créances clients.
- **2021 :** Le BFR à augmenter à 4,31 milliards DZD, traduisant un besoin accru de financement du cycle d'exploitation. Cette augmentation peut être causée par une hausse des stocks (en raison de la mévente enregistrée en 2021), des délais de paiement plus longs accordés aux clients, ou une réduction des délais de paiement fournisseurs.

## Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

### 3.1.3 La Trésorerie Nette (TN) :

La trésorerie est une notion très importante pour le gestionnaire financier, sa gestion d'accentue sur les prévisions des recettes et des dépenses, c'est une rubrique mouvementée en permanence, elle réalise l'équilibre financier entre les fonds de roulements constants et les besoins en fonds de roulement fluctuent dans le temps.

La trésorerie de l'entreprise se définit comme étant l'ensemble des actifs rapidement transformable en liquidité pour le règlement des dettes à court terme.

La trésorerie nette peut se calculer de la manière suivante :

$$\text{TN} = \text{FR} - \text{BFR}$$

**Tableau 25:** Calcul de la trésorerie nette.

Eléments	2019	2020	2021
<b>FR</b>	4 506 207 037,36	4 464 132 116,51	4 653 939 145,20
<b>BFR</b>	3 834 362 383,03	3 732 949 119,52	4 310 509 663,82
<b>TN</b>	<b>671 844 654,33</b>	<b>731 182 996,99</b>	<b>343 429 481,38</b>

**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des bilans en grande masse d'Electro-Industries.

Le tableau ci-dessus montre que l'entreprise Electro-Industries a maintenu une trésorerie nette positive ( $TN > 0$ ) pour l'ensemble des années étudiées (2019, 2020 et 2021) indiquant un équilibre financier immédiat. Cela signifie que l'entreprise dispose d'un fonds de roulement suffisant pour répondre aux besoins du cycle d'exploitation, ainsi qu'aux besoins de trésorerie immédiate, ce qui se traduit par un excédent de trésorerie.

La diminution de la trésorerie nette pour l'année 2021 passant de 731 millions DZD à 343 millions DZD en raison de l'augmentation du BFR, de la diminution du chiffre d'affaires de l'entreprise en 2021 et l'augmentation du programme d'approvisionnement. Cette situation a entraîné une baisse des liquidités disponibles.

## 4. Analyse de la structure financière par les ratios :

### 4.1 Ratios de structure :

L'analyse de la structure financière à travers les ratios de structure vise à évaluer la solidité financière de l'entreprise en examinant la part respective des capitaux propres et des dettes.

## Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

### 4.1.1 Ratio d'autonomie financière :

L'autonomie financière mesure la capacité d'une entreprise à financer ses actifs avec ses propres ressources ou capitaux propres, sans dépendre excessivement des dettes.

$$\text{Autonomie financière} = (\text{Capitaux Propres} / \text{Total Passif}) * 100$$

Tableau 26: Calcul du ratio d'autonomie financière.

Années	2019	2020	2021
Capitaux propres	6 816 559 172,12	6 867 216 497,91	6 689 782 579,54
Total passif	8 472 453 013,36	8 559 297 674,10	8 596 888 202,95
Autonomie financière	80,46%	80,23%	77,82%

Source : Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

D'après les résultats du tableau ci-dessus, le ratio d'autonomie financière de l'entreprise reste élevé sur les trois exercices, atteignant 80,46 % en 2019, 80,23 % en 2020 et 77,82 % en 2021. Malgré une légère baisse en fin de période, ces taux, globalement supérieurs au seuil de 80 %, indiquent une situation financière saine, caractérisée par une forte capacité d'autofinancement. Un tel niveau de ratio signifie que l'entreprise finance la majorité de ses ressources stables par ses capitaux propres, limitant ainsi son recours à l'endettement. Cela lui offre une grande flexibilité financière, que ce soit pour investir ou couvrir ses besoins courants, sans dépendre excessivement des financements externes. Même si une légère baisse est observée en 2021, l'autonomie financière reste très favorable.

### 4.1.2 Ratio d'indépendance financière :

Le ratio d'indépendance financière sert à analyser l'équilibre financier d'une entreprise. Il se calcule en divisant le montant des fonds propres par le total des capitaux permanents. Il doit se situer au moins à 50 % pour que la structure des ressources stables de l'entreprise soit équilibrée.

$$\text{Indépendance financière} = (\text{Capitaux Propres} / \text{Capitaux Permanents}) * 100$$

Tableau 27: Calcul du ratio d'indépendance financière.

Années	2019	2020	2021
Capitaux propres	6 816 559 172,12	6 867 216 497,91	6 689 782 579,54
Capitaux permanents	7 933 096 141,34	7 798 220 835,58	7 591 954 850,08
Indépendance financière	85,93%	88,06%	88,12%

Source : Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

D'après les résultats du tableau ci-dessus, le ratio d'indépendance financière d'Electro-Industries affiche une progression stable au cours de la période analysée, passant de 85,93 % en 2019 à 88,06 % en 2020, puis à 88,12 % en 2021. Ces résultats révèlent une forte part des capitaux propres dans le financement à long terme de l'entreprise.

Avec des niveaux bien supérieurs à la norme minimale de 80%, l'entreprise démontre une gestion prudente de sa structure financière, en privilégiant ses ressources internes pour couvrir ses besoins à long terme. Cette orientation limite son exposition au risque financier ainsi qu'elle est indépendante vis à vis des créanciers.

#### 4.1.3 Ratio d'endettement net :

Le ratio d'endettement est obtenu en divisant les dettes nettes par les capitaux propres. Il permet d'évaluer la part que représente la dette dans le financement de l'entreprise par rapport à ses ressources propres, offrant ainsi une vision claire de sa dépendance financière.

$$\text{Endettement net} = (\text{Dettes nettes} / \text{Capitaux propres}) * 100$$

Tableau 28: Calcul du ratio d'endettement net.

Années	2019	2020	2021
<b>Dettes nettes</b>	1 655 893 841,24	1 692 081 176,19	1 907 105 623,41
<b>Capitaux propres</b>	6 816 559 172,12	6 867 216 497,91	6 689 782 579,54
<b>Endettement net</b>	<b>24,29%</b>	<b>24,64%</b>	<b>28,51%</b>

Source : Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

Au cours de la période 2019–2021, le ratio d'endettement net d'Electro-Industries est resté globalement modéré, passant de 24,29 % en 2019 à 24,64 % en 2020, puis à 28,51 % en 2021. Ce niveau d'endettement reflète une dépendance relativement faible aux financements externes, ce qui témoigne d'une structure financière équilibrée et d'une gestion prudente des engagements financiers. Même si le ratio a légèrement augmenté en 2021, il reste à un niveau acceptable et loin du seuil critique de 40 %. Cela montre que l'entreprise utilise un peu plus la dette, mais sans excès.

Ce recours reste maîtrisé et ne met pas en danger sa situation financière. Elle garde donc une bonne capacité à rembourser ses dettes. Cependant, un faible niveau d'endettement peut aussi traduire une sous-utilisation des leviers de financement externes, qui pourraient permettre à l'entreprise de se développer plus rapidement.

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

#### 4.1.4 Ratio de solvabilité :

Le ratio de solvabilité générale se traduit par l'aptitude d'une entreprise à faire face à ses engagements en cas de cessation d'activité (arrêt d'exploitation) ou de liquidation de mise en vente des actifs.

$$\text{Ratio de solvabilité} = \text{Total Actifs} / \text{Total Dettes}$$

Tableau 29: Calcul du ratio de solvabilité.

Années	2019	2020	2021
<b>Total Actifs</b>	8 472 453 013	8 559 297 674	8 596 888 203
<b>Total Dettes</b>	1 655 893 841,24	1 692 081 176,19	1 907 105 623,41
<b>Solvabilité</b>	<b>5,12</b>	<b>5,06</b>	<b>4,51</b>

Source : Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

Le tableau ci-dessus montre que les valeurs du ratio de solvabilité sont proches au cours des trois années analysées, avec 5,12 en 2019, 5,06 en 2020, et 4,51 en 2021. Ces résultats indiquent que l'entreprise EI conserve une capacité solide à couvrir ses dettes avec ses actifs.

Les valeurs du ratio de solvabilité montrent que EI possède d'un volume d'actifs largement supérieur à ses dettes, assurant ainsi une sécurité importante pour ses créanciers. Même si on observe une légère diminution en 2021, elle reste dans une position très favorable pour honorer ses engagements financiers sans difficulté.

#### 4.1.5 Ratio de financement des immobilisations par fonds propres :

Le ratio de financement des immobilisations par fonds propres permet de mesurer dans quelle mesure les immobilisations d'une entreprise (investissements à long terme) sont financées par ses capitaux propres plutôt que par de la dette.

$$\text{Financement des immobilisations} = \text{Capitaux Propres} / \text{Actif Immobilisé}$$

Tableau 30: Calcul du ratio de financement des immobilisations par fonds propres.

Années	2019	2020	2021
<b>Capitaux propres</b>	6 816 559 172,12	6 867 216 497,91	6 689 782 579,54
<b>Actif Immobilisé</b>	3 426 889 103,98	3 334 088 719,07	3 334 088 719,07
<b>Financement des immob par FP</b>	<b>1,99</b>	<b>2,06</b>	<b>2,01</b>

Source : Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

Le tableau ci-dessus montre que le ratio de financement des immobilisations par fonds propres sont élevés durant les trois années étudiées, avec des valeurs de 1,99 en 2019, 2,06 en 2020 et 2,01 en 2021.

## Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

Ratios > 1 pendant toute la période, cela signifie que les capitaux propres de l'entreprise sont largement suffisants pour financer l'intégralité de ses immobilisations. Il reste même un excédent, qui peut être mobilisé pour financer d'autres besoins.

En 2020, le ratio atteint 2,06 : Ce niveau élevé indique que les capitaux propres permettent de financer plus de deux fois les actifs immobilisés. C'est un signe fort d'autonomie financière et de solidité d'Electro-Industries. Une baisse du ratio en 2021 est minime et n'est pas inquiétante, d'autant que le ratio reste largement au-dessus de 1.

### 4.1.6 Ratio de financement des immobilisations par capitaux permanents :

Le ratio de financement des immobilisations par les capitaux permanents mesure la capacité d'une entreprise à financer ses actifs à long terme (immobilisations) à l'aide de ressources également à long terme, telles que les capitaux propres et les dettes à long terme.

$$\text{Financement des immobilisations par capitaux permanents} = \text{Capitaux Permanents} / \text{Actif Immobilisé}$$

**Tableau 31:** Calcul du ratio de financement des immobilisations par capitaux permanents.

Année	2019	2020	2021
Capitaux permanents	6 816 561 191,12	6 867 218 517,91	6 689 784 600,54
Actif immobilisé	3 426 889 103,98	3 334 088 719,07	2 938 015 704,88
Financement des immobilisations par capitaux permanents	1,99	2,06	2,28

Source : Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

Du tableau ci-dessus, nous constatons qu'un ratio de financement des immobilisations élevé indique que l'entreprise Electro-Industries finance ses actifs à long terme principalement par des ressources stables. Entre 2019 et 2021, les ratios, allant de 1,99 à 2,28 illustrent une capacité croissante à couvrir les immobilisations sans recourir à des dettes à court terme. Cette situation réduit les risques de liquidité et renforce l'autonomie financière de l'entreprise. Ainsi, EI démontre une bonne maîtrise de sa politique d'investissement et de financement.

## 4.2 Ratios de liquidité :

### 4.2.1 Ratio de liquidité générale :

Le ratio de liquidité générale mesure la capacité d'une entreprise à rembourser ses dettes à terme en utilisant ses actifs à court terme. Il permet de savoir si l'entreprise peut faire face à ses obligations immédiates grâce à ses liquidités et à ses actifs circulants.

$$\text{Ratio de liquidité générale} = \text{Actifs Circulants} / \text{Dettes à Court Terme}$$

## Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

**Tableau 32:** Calcul du ratio de liquidité générale.

Année	2019	2020	2021
<b>Actifs circulants</b>	5 045 563 909,38	5 225 208 955,03	5 658 872 498,07
<b>Dettes à court terme</b>	539 356 872,02	761 076 838,52	1 004 933 352,87
<b>Liquidité générale</b>	<b>9,35</b>	<b>6,87</b>	<b>5,63</b>

**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

L'analyse du tableau ci-dessus révèle que le ratio de liquidité générale a connu une évolution décroissante sur la période : 9,35 en 2019, 6,87 en 2020, puis 5,63 en 2021.

Électro-Industries présente des ratios de liquidité générale très élevés (de 9,35 à 5,63), traduisant une capacité largement suffisante à couvrir ses dettes à court terme par l'actif circulant. La baisse progressive du ratio en 2021, s'explique par l'augmentation du programme d'approvisionnement de 30% soit 665 MDA.

### 4.2.2 Ratio de liquidité réduite :

Le ratio de liquidité réduite, aussi appelé ratio de liquidité restreinte, indique si une entreprise peut régler ses dettes à court terme sans dépendre de ses stocks. Il prend en compte uniquement les actifs rapidement mobilisables, comme la trésorerie et les créances.

$$\text{Ratio de liquidité réduite} = (\text{Valeurs réalisables} + \text{Valeurs disponibles}) / \text{Dettes à Court Terme}$$

**Tableau 33:** Calcul du ratio de liquidité réduite.

Année	2019	2020	2021
<b>VR + VD</b>	2 053 127 346,90	2 632 331 731,93	732 016 528,42
<b>Dettes à court terme</b>	539 356 872,02	761 076 838,52	1 004 933 352,87
<b>Liquidité réduite</b>	<b>3,81</b>	<b>3,46</b>	<b>1,72</b>

**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

D'après les résultats du tableau ci-dessus, les ratios sont bien supérieurs à 1, ce qui signifie que les valeurs réalisables et les disponibilités sont suffisantes pour couvrir les dettes à court terme sans recourir à la vente des stocks. Cela témoigne d'une bonne capacité de remboursement immédiat, renforçant la solidité financière d'Electro-Industries. Cependant, tout comme pour la liquidité générale, la baisse du ratio de 3,81 en 2019 à 1,72 en 2021, s'explique par l'augmentation du programme d'approvisionnement.

### 4.2.3 Ratio de liquidité immédiate :

Le ratio de liquidité immédiate mesure la capacité d'une entreprise à rembourser ses dettes à court terme immédiatement, en utilisant uniquement ses liquidités disponibles, comme la

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

trésorerie. Ce ratio permet de vérifier si l'entreprise peut honorer ses engagements financiers en cas d'urgence.

$$\text{Ratio de liquidité immédiate} = \text{Valeurs Disponibles} / \text{Dettes à Court Terme}$$

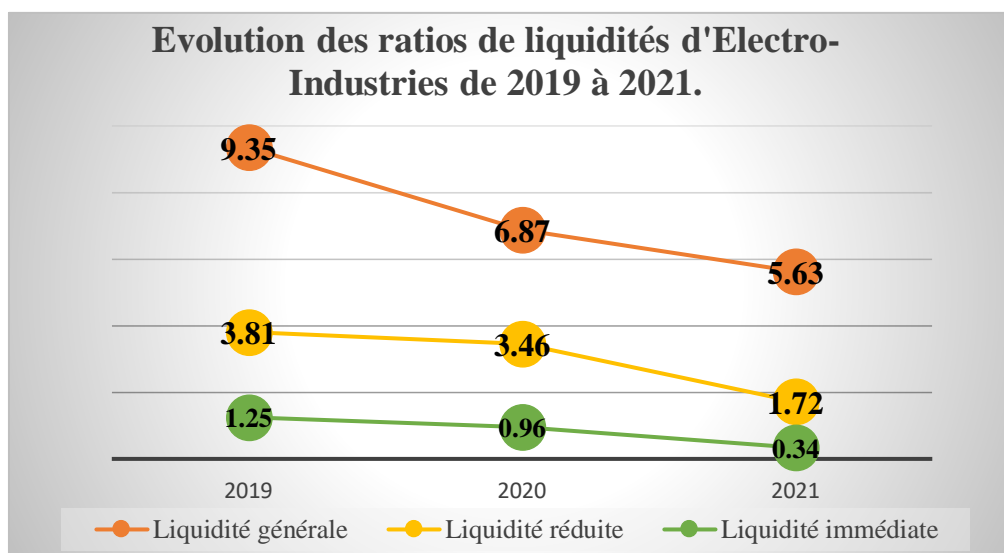
**Tableau 34:** Calcul du ratio de liquidité immédiate.

Année	2019	2020	2021
Valeurs disponibles	671 844 654,33	731 182 996,99	343 429 481,38
Dettes à court terme	539 356 872,02	761 076 838,52	1 004 933 352,87
Liquidité immédiate	1,25	0,96	0,34

Source : Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

Le tableau met en évidence l'évolution du ratio de liquidité immédiate d'Electro-Industries entre 2019 et 2021. En 2019, le ratio s'élève à 1,25 indiquant une capacité confortable à couvrir les dettes à court terme uniquement à partir des valeurs disponibles (trésorerie), ce qui reflète une situation financière saine. Toutefois, en 2020, ce ratio chute à 0,96 passant en dessous du seuil de sécurité de 1. Cette baisse peut s'expliquer par les effets de la crise liée à la COVID-19. En 2021, avec un ratio de 0,34 EI montre une forte pression sur sa trésorerie, elle rencontre des difficultés à couvrir ses dettes à court terme, ce qui menace sa stabilité financière.

**Figure 16:** Evolution des ratios de liquidités d'Electro-Industries de 2019 à 2021.



Source : Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

## Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

### 5. L'analyse de la capacité d'autofinancement (CAF) de l'entreprise Electro-Industries:

La capacité d'autofinancement (CAF) est un indicateur qui mesure l'excédent de ressources internes générées par l'activité d'une entreprise. Ce surplus de trésorerie permet à l'entreprise de financer son développement, d'augmenter son fonds de roulement et de renforcer sa compétitivité. Il représente également la marge de manœuvre disponible pour répondre aux besoins de financement, sans avoir recours à des financements externes.

#### 5.1 Calcul de la CAF par la méthode soustractive :

**Tableau 35:** Calcul de la CAF par la méthode soustractive.

Désignation	2019	2020	2021
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	-11 396 813,57	136 251 859,90	245 823 076,83
<b>+ Autres produits d'exploitation</b>	14 925 017,91	76 033 400,39	11 251 022,08
<b>- Autres charges d'exploitation</b>	12 188 518,09	2 947 963,34	5 079 707,12
<b>+ Produits financiers</b>	83 202 417,48	67 381 425,53	54 109 147,59
<b>- Charges financières</b>	1 435 657,71	36 346 335,78	20 966 862,95
<b>+ Produits exceptionnels</b>	-	-	-
<b>- Charges exceptionnelles</b>	-	-	-
<b>+ Impôts différés</b>	6 729 850,18	3 515 765,50	47 537 201,24
<b>- IBS</b>	10 000,00	10 000,00	-
<b>= CAF</b>	<b>79 826 296,20</b>	<b>243 878 152,20</b>	<b>332 673 877,67</b>

Source : Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

#### 5.2 Calcul de la CAF par la méthode additive :

**Tableau 36:** Calcul de la CAF par la méthode additive.

Désignation	2019	2020	2021
<b>Résultat net de l'exercice</b>	-108 728 266,51	50 657 325,79	-177 433 918,37
<b>+ Dotation aux amortissements et provisions</b>	211 263 275,22	203 918 774,30	516 353 586,83
<b>- Reprise sur perte de valeur et provisions</b>	22 708 712,51	10 697 947,89	6 245 790,79
<b>= CAF</b>	<b>79 826 296,20</b>	<b>243 878 152,20</b>	<b>332 673 877,67</b>

Source : Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

Le tableau ci-dessus montre que l'entreprise dégage une Capacité d'Autofinancement (CAF) positive durant les trois années d'étude (2019, 2020 et 2021), ce qui reflète sa capacité à générer un excédent monétaire à partir de son activité. Cela lui permet de financer de nouveaux investissements, de rembourser ses emprunts ou de verser des dividendes.

En 2019, la CAF s'élève à 79 826 296,20 DA, malgré un résultat net déficitaire. Cette performance s'explique par la présence de charges non décaissables, notamment les dotations

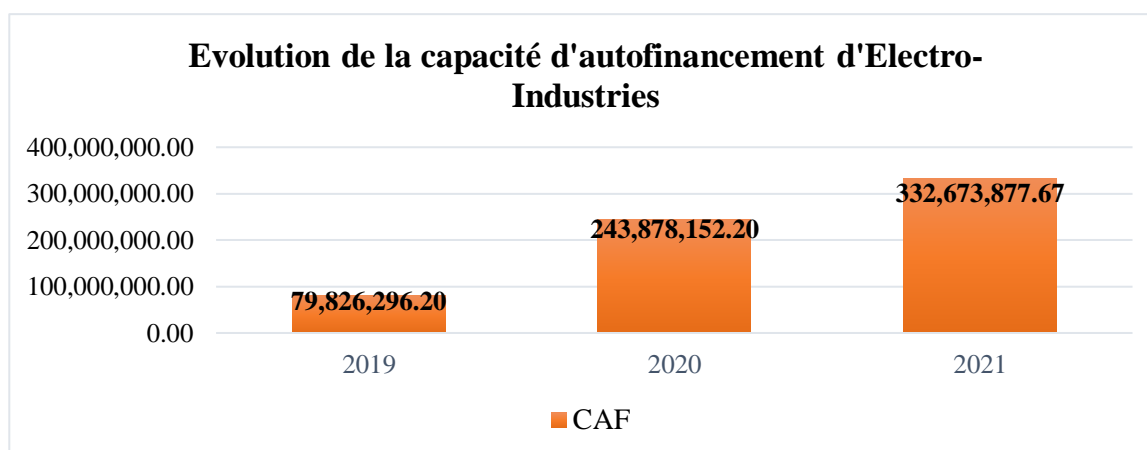
### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

aux amortissements et provisions, qui ont permis de compenser le déficit comptable et de dégager un excédent de trésorerie.

En 2020, la CAF augmente fortement pour atteindre 243 878 152,20 DA, grâce au retour à un résultat net positif et au maintien d'un niveau élevé de charges non décaissables. Cela traduit une amélioration de la rentabilité et de la capacité de financement de l'entreprise.

En 2021, la CAF continue de croître pour atteindre 332 673 877,67 DA, et ce malgré une perte nette importante. Cette évolution est principalement due à des charges non décaissables élevées, qui ont largement compensé la perte comptable et permis à l'entreprise de maintenir une capacité d'autofinancement solide.

**Figure 17:** Evolution de la capacité d'autofinancement d'Electro-Industries de 2019 à 2021.



**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

**Section 3 : Analyse de la valeur de l'entreprise Electro-Industries.**

L'analyse de la valeur d'une entreprise permet d'évaluer sa performance économique, sa solidité financière ainsi que sa capacité à créer de la richesse sur le long terme. Cette analyse est essentielle pour mesurer l'efficacité des décisions stratégiques et pour projeter l'évolution future de l'entreprise.

La structure financière d'une entreprise, c'est-à-dire la combinaison entre ses capitaux propres et ses dettes, influence directement sa valeur. Un bon équilibre financier peut permettre de réduire le coût du capital et d'augmenter la rentabilité pour les actionnaires, tout en maîtrisant les risques, ce qui se traduit directement par une augmentation de sa valeur. Dans ce contexte, la rentabilité économique et la rentabilité financière sont deux indicateurs clés, reliés par l'effet de levier, qui peut amplifier la création de valeur lorsque l'endettement est bien maîtrisé.

Donc, il devient essentiel de recourir à des outils d'analyse pertinents pour évaluer cette création de valeur. L'un des indicateurs les plus reconnus est l'Economic Value Added (EVA), qui mesure la performance économique d'une entreprise après prise en compte du coût du capital investi. Nous étudierons également la VAN, qui permet d'apprécier la rentabilité d'un projet en comparant la valeur actualisée des flux de trésorerie futurs à l'investissement initial, afin de déterminer si le projet génère une valeur nette positive pour l'entreprise.

Dans cette section, nous analyserons la situation de l'entreprise Électro-Industries afin de déterminer si sa structure financière contribue réellement à la création de valeur.

**1. Ratios de rentabilité :**

**1.1 Rentabilité économique (ROI) :**

La rentabilité économique, aussi appelée Return On Investment (ROI), est un indicateur qui mesure la capacité d'une entreprise à utiliser son capital économique pour générer des résultats issus de son activité opérationnelle. Elle permet d'apprécier dans quelle mesure les ressources engagées (capitaux stables) contribuent à la création de valeur. En d'autres termes, elle montre si l'argent investi dans l'entreprise rapporte bien, et si cette entreprise crée vraiment de la valeur à partir des ressources qu'elle engage.

$$\text{Rentabilité économique} = \text{Résultat d'Exploitation} / \text{Capitaux Permanents}$$

## Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

**Tableau 37:** Calcul de la rentabilité économique.

Année	2019	2020	2021
<b>Résultat d'exploitation</b>	-197 214 876,5	16 116 470,54	-258 113 404,3
<b>Capitaux permanents</b>	7 933 096 141,34	77 98 220 835,58	7 591 954 850,08
<b>Rentabilité économique</b>	<b>-2,49%</b>	<b>0,21%</b>	<b>-3,40%</b>

Source : Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

D'après les résultats obtenus, nous constatons que en 2019 et 2021, Electro-Industries affiche une rentabilité économique instable et globalement défavorable, les résultats sont négatifs ce qui montre que l'entreprise ne parvient pas à générer suffisamment de bénéfices à partir de ses capitaux permanents. En 2020, bien que la rentabilité économique devienne légèrement positive 0,21 %, elle reste très faible par rapport aux ressources engagées.

Electro-Industries ne parvient pas à générer de bénéfices à partir de son activité principale, même avant de payer les intérêts et les impôts. Cela reflète une inefficacité dans l'utilisation de l'ensemble des ressources investies (capitaux propres et dettes financières).

### 1.2 Rentabilité financière (ROE) :

La rentabilité financière, également appelée Return on Equity (ROE), évalue la capacité d'une entreprise à réaliser des bénéfices à partir des capitaux propres apportés par les actionnaires. Elle mesure l'efficacité d'utilisation de ces ressources, ce qui en fait un indicateur clé pour analyser la capacité de l'entreprise à financer sa croissance et à maintenir sa solidité financière.

$$\text{Rentabilité financière} = \text{Résultat Net} / \text{Capitaux Propres}$$

**Tableau 38:** Calcul de la rentabilité financière.

Année	2019	2020	2021
<b>Résultat net</b>	-108 728 266,5	50 657 325,79	-177 433 918,4
<b>Capitaux propres</b>	6 816 559 172,12	6 867 216 497,91	6 689 782 579,54
<b>Rentabilité financière</b>	<b>-1,60%</b>	<b>0,74%</b>	<b>-2,65%</b>

Source : Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

D'après les résultats obtenus, nous constatons qu'entre 2019 et 2021, la rentabilité financière de l'entreprise montre une instabilité marquée. En 2019, le ratio est négatif -1,60 % indiquant une perte par rapport aux capitaux propres. En 2020, on observe une amélioration avec un ratio légèrement positif de 0,74 % ce qui signifie que l'entreprise a réussi à générer un léger profit. Cependant, cette amélioration semble temporaire, car en 2021, la rentabilité redevient négative

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

soit -2,65 % traduisant de nouvelles pertes. Cette évolution reflète une difficulté à transformer les fonds propres en profits, notamment à cause des résultats nets négatifs des deux années (2019 et 2021), influencés en partie par la crise économique liée à la pandémie de COVID-19.

#### 1.3 Effet de levier :

L'effet de levier désigne l'impact de l'endettement sur la rentabilité des capitaux propres. Il permet à une entreprise d'augmenter cette rentabilité lorsque le rendement de ses investissements est supérieur au coût de la dette. Cependant, si les résultats sont inférieurs aux charges financières, l'effet de levier peut amplifier les pertes pour les actionnaires.

$$\text{Effet de levier} = \text{Rentabilité Financière} - \text{Rentabilité Economique}$$

**Tableau 39:** Calcul de l'effet de levier.

Année	2019	2020	2021
<b>Rentabilité financière</b>	-1,60	0,74	-2,65
<b>Rentabilité économique</b>	-2,49	0,21	-3,40
<b>Effet de levier</b>	<b>0,89</b>	<b>0,53</b>	<b>0,75</b>

Source : Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

Le tableau montre une évolution notable de l'effet de levier entre 2019 et 2021. En 2019, l'effet de levier est positif 0,89, ce qui indique que le recours à l'endettement a contribué à améliorer la rentabilité financière de l'entreprise. Cela suggère que la rentabilité économique était supérieure au coût de la dette, permettant un effet de levier favorable.

En 2020, l'effet de levier diminue à 0,53, traduisant une baisse de l'impact positif de l'endettement sur la rentabilité financière. Cette baisse peut s'expliquer par un recul de la performance économique de l'entreprise ou une augmentation du coût de la dette.

En 2021, l'effet de levier remonte légèrement à 0,75. Bien qu'il reste positif, son niveau modéré ne permet pas de compenser la détérioration générale de la rentabilité financière, qui demeure insuffisante.

Dans l'ensemble, ces résultats montrent que l'entreprise a partiellement bénéficié de l'effet de levier, mais sans parvenir à le mobiliser pleinement pour créer une rentabilité durable. Cette situation limite sa capacité à accroître sa valeur à long terme.

## **2. Mesure de la valeur de l'entreprise Electro-Industries :**

Pour évaluer la création de valeur au niveau interne, c'est-à-dire la valeur économique intrinsèque, nous utiliserons l'EVA pour déterminer si l'entreprise parvient réellement à générer une valeur économique positive à partir des ressources investies. Nous nous concentrons uniquement sur la valeur interne de l'entreprise, car Electro-Industries n'étant pas cotée en bourse, il n'est pas possible d'évaluer sa valeur boursière. Nous allons également calculer la Valeur Actuelle Nette (VAN) afin de vérifier si l'entreprise parvient à créer de la richesse.

### **2.1 Calcul de l'EVA :**

Comme nous l'avons vu dans le chapitre précédent, l'EVA est un indicateur clé pour mesurer la création de valeur intrinsèque. Pour analyser cette création de valeur au sein de Electro-Industries, il est nécessaire d'étudier l'évolution des trois composantes principales de l'EVA : la rentabilité économique, les capitaux investis (Ces deux éléments ont déjà été calculés dans la section précédente) et le CMPC (coût moyen pondéré du capital), nous procéderons maintenant à son calcul afin de compléter notre analyse de la valeur générée par l'entreprise.

La formule de calcul de l'EVA est la suivante :

$$\text{EVA} = (\text{Rentabilité économique} - \text{CMPC}) * \text{Capitaux investis}$$

L'EVA ne peut être déterminée qu'une fois le CMPC connu, car ce dernier reflète le rendement minimal exigé par les apporteurs de fonds, qu'ils soient actionnaires ou créanciers. Il est calculé à partir de la formule suivante :

$$\text{CMPC} = K_{CP} \frac{CP}{CP+D} + K_D (1 - \text{IBS}) \frac{D}{D+CP}$$

Nous procéderons donc au calcul du CMPC d'Electro-Industries :

Dans le cadre de notre analyse, l'entreprise Électro-Industries met à notre disposition les données nécessaires au calcul du coût moyen pondéré du capital (CMPC). Le coût des capitaux propres est estimé à 14 %, tandis que le coût de la dette à long terme (DLMT) s'élève à 3,5 %. Les entreprises estiment leur coût du capital afin d'évaluer la rentabilité de leurs projets d'investissement et de mesurer leur performance en termes de création de valeur.

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

**Tableau 40:** Calcul du CMPC d'Electro-Industries.

Désignation	$K_{CP}$	$\frac{CP}{CP + DF}$	$K_{CP} \frac{CP}{CP + DF}$	$K_{DF}$	$K_{DF} (1-IBS)$	$\frac{DF}{CP + DF}$	$K_{DF} \frac{DF}{CP + DF}$	CMPC
<b>2019</b>	14%	0,8593	0,1203	3,5%	0,02835	0,1407	0,000139653	<b>12,04%</b>
<b>2020</b>	14%	0,8806	0,1233	3,5%	0,02835	0,1194	0,000118462	<b>12,34%</b>
<b>2021</b>	14%	0,8812	0,1234	3,5%	0,02835	0,1188	0,000117912	<b>12,35%</b>

**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

À partir des résultats calculés pour les années 2019, 2020 et 2021, on constate une légère augmentation du coût moyen pondéré du capital (CMPC), passant de 12,04 % en 2019 à 12,35 % en 2021.

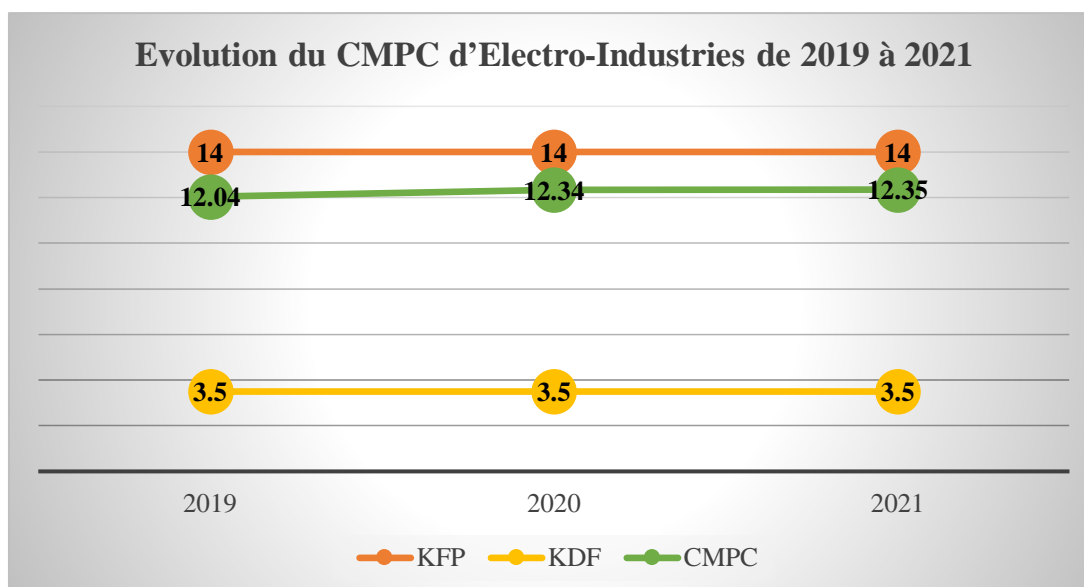
Cette progression observée jusqu'en 2020 s'explique principalement par une augmentation de la part des fonds propres dans la structure financière, ceux-ci ayant un coût plus élevé que la dette. En 2021, même si la part des fonds propres a connu une légère baisse, le CMPC est demeuré pratiquement stable. Cela indique que les ajustements dans la structure de financement ont eu un effet modéré sur le coût global du capital.

Cependant, comme les intérêts sur les emprunts sont déductibles d'impôt, cela réduit un peu le coût réel de la dette. Mais cet avantage reste limité, car l'entreprise utilise peu de dettes dans son financement.

Le CMPC élevé d'Electro-Industries reflète un choix stratégique de financement basé principalement sur les capitaux propres. Ce choix limite le risque financier, mais impose à l'entreprise de générer un rendement économique supérieur à 12 %, afin de garantir une création de valeur pour ses actionnaires et ses créanciers.

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

**Figure 18:** Évolution du CMPC d'Electro-Industries entre 2019 et 2021.



**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

Après avoir effectué le calcul du coût moyen pondéré du capital (CMPC), toutes les données nécessaires sont réunies pour passer au calcul de l'EVA, qui permettra d'évaluer la capacité d'Electro-Industries à créer de la valeur économique.

**Tableau 41:** Calcul de l'EVA pour les exercices 2019,2020 et 2021.

Désignation	2019	2020	2021
<b>Rentabilité économique</b>	-2,49%	0,21%	-3,40%
<b>CMPC</b>	12,04%	12,34%	12,35%
<b>Capitaux Investis</b>	7 933 096 141,34	7 798 220 835,58	7 591 954 850,08
<b>EVA</b>	<b>-1 152 678 869,34</b>	<b>-945 924 187,36</b>	<b>-1 195 732 888,89</b>

**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

À travers les données obtenues dans le tableau, il apparaît clairement que l'indicateur EVA reste négatif sur l'ensemble de la période 2019-2021. Cette situation indique que la rentabilité économique de l'entreprise Électro-Industries est demeurée inférieure au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC), ce qui reflète une incapacité à générer une valeur suffisante pour couvrir le coût des capitaux investis. En conséquence, l'entreprise enregistre une destruction de valeur économique sur les trois exercices analysés.

En 2019, l'EVA s'élève à -1 152 678 869,34 avec une rentabilité économique de -0,02 % contre un CMPC de 12,04 %. Ce fort écart indique que le rendement dégagé est largement inférieur au coût du capital, traduisant une inefficacité dans l'utilisation des capitaux investis. Malgré un

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

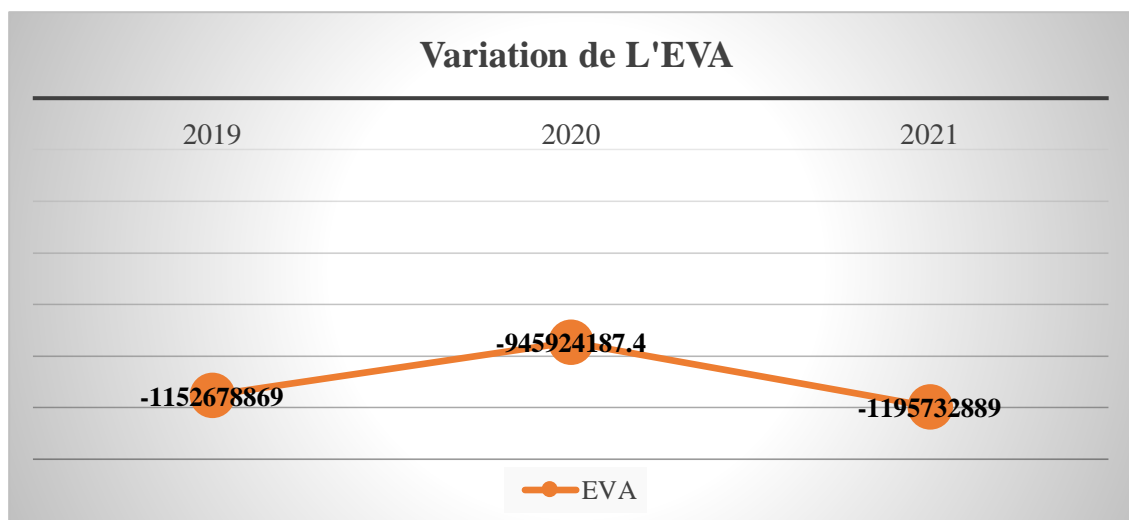
niveau élevé d'investissement, l'entreprise n'a pas pu générer de valeur, ce qui se traduit par une destruction économique importante.

En 2020, l'EVA reste négative, à -945 924 187,36 bien qu'en légère amélioration par rapport à l'année précédente. La rentabilité économique progresse à 0,21 % tandis que le CMPC atteint 12,34%. Cette évolution traduit un léger redressement de la performance économique, accompagné d'une réduction des capitaux investis, mais cela reste insuffisant pour inverser la tendance.

En 2021, l'EVA se détériore à nouveau et atteint -1 195 732 888,89. Cette chute est principalement due à une rentabilité économique fortement négative -3,40 % alors que le CMPC demeure relativement stable à 12,35 %. L'écart croissant entre ces deux indicateurs accentue la destruction de valeur.

Dans l'ensemble, ces résultats révèlent que l'entreprise ne parvient pas à couvrir le coût de ses ressources financières, compromettant ainsi sa capacité à créer une valeur durable pour ses investisseurs.

**Figure 19:** Variation de L'EVA au cours des exercices 2019, 2020 et 2021.



**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

#### 2.2 Calcul de la VAN :

La Valeur Actuelle Nette (VAN) constitue un indicateur fondamental pour apprécier l'impact des décisions financières sur la valeur de l'entreprise. En actualisant les flux de trésorerie futurs générés par les investissements à un taux reflétant le coût du capital, elle met en lumière dans quelle mesure la structure financière choisie (entre capitaux propres et endettement) permet de

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

créer ou non de la valeur. Une VAN positive suggère que la combinaison des sources de financement a été efficiente, générant une rentabilité supérieure au coût moyen pondéré du capital, et traduisant ainsi une valorisation accrue de l'entreprise.

$$VAN = \sum CF_t (1+t)^{-n} - I_0$$

Dans cette optique, nous procéderons au calcul de la VAN d'un projet estimé pour l'entreprise Electro-Industries, en nous basant sur les informations qu'elle a fournies : les cash-flows nets attendus, le taux d'actualisation (représenté par le CMPC) ainsi que l'investissement initial, à savoir :

$I_0 = 700\,000\,000,00$  DA

Taux d'actualisation (CMPC) = 12%

Cash-flows nets :

**Tableau 42:** Cash-flows nets estimés de 2023 à 2026.

Désignation	2023	2024	2025	2026
<b>Cash-flows nets</b>	287265800	269058833	317456984	815 851 363

**Source :** Document interne de l'entreprise.

Pour calculer la VAN, il est nécessaire en premier lieu de déterminer les flux de trésorerie nets actualisés. Cela implique d'actualiser chaque flux de trésorerie futur en fonction du taux d'actualisation, généralement le CMPC, afin de les ramener à leur valeur présente avant de les soustraire de l'investissement initial.

**Tableau 43:** Calcul des cash-flows nets actualisés de 2023 à 2026.

Désignation	2023	2024	2025	2026
<b><math>\Sigma</math> Cash-flows nets</b>	287 265 800	269 058 833	317 456 984	815 851 363
<b>Coefficient d'actualisation <math>(1+12\%)^{-n}</math></b>	0,89	0,8	0,71	0,64
<b>Cash-flows nets actualisés</b>	<b>255 666 562</b>	<b>215 247 066,4</b>	<b>225 394 458,6</b>	<b>522 144 872,3</b>

**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

Après avoir déterminé les flux de trésorerie nets actualisés, nous procéderons au calcul de la Valeur Actualisée Nette (VAN). Cela consiste à soustraire l'investissement initial du total des flux de trésorerie actualisés sur la durée du projet.

## Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

**Tableau 44:** Calcul de la valeur actualisée nette.

Désignation	2021
Cash flows nets actualisés	1 218 452 959,4
- I0	700 000 000
<b>VAN</b>	<b>518 452 959,4</b>

Source : Établi par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise Electro-Industries.

À partir des prévisions établies pour la période 2023–2026, l'analyse du projet d'investissement envisagé par Electro-Industries fait ressortir une Valeur Actuelle Nette (VAN) positive de 518 452 959,4 DA.

Ce résultat indique que la somme des cash-flows nets actualisés générés par le projet dépasse le montant de l'investissement initial, ce qui reflète une rentabilité satisfaisante. Ainsi, le projet est considéré comme créateur de valeur et peut être recommandé, car il contribue à augmenter la richesse de l'entreprise.

### ✓ Remarque :

Il existe d'autres indicateurs permettant de mesurer la création de valeur, tels que la Market Value Added (MVA), le Price to Book Ratio (PBR) ou encore le Total Shareholder Return (TSR). Toutefois, ces outils nécessitent des données de marché, notamment la valorisation boursière de l'entreprise. Étant donné qu'Electro-Industries n'est pas cotée en bourse, il n'est pas possible de calculer ces indicateurs dans le cadre de notre étude.

### 3. Analyse des résultats et vérification des hypothèses de recherche au regard de la relation entre la structure financière et la valeur de l'entreprise :

Dans ce cadre, nous nous attacherons à vérifier les hypothèses de recherche formulées précédemment, à travers l'analyse des résultats issus de notre étude menée au sein de l'entreprise Electro-Industries. Cette entreprise nous offre un cadre d'observation pertinent pour évaluer la relation entre la structure financière et la valeur de l'entreprise. En examinant les choix de financement, leur impact sur le coût du capital et sur la rentabilité globale, nous chercherons à confirmer ou infirmer nos hypothèses concernant l'influence de la structure financière sur la valeur de l'entreprise.

#### **Hypothèse 1 : La structure financière a un impact sur la valeur de l'entreprise.**

Selon les théories financières étudiées, notamment celle de Modigliani et Miller dans leur révision de 1963, il est admis que la structure financière influence la valeur de l'entreprise,

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

---

---

notamment en raison des effets de la fiscalité sur l'endettement. Cette version reconnaît l'avantage fiscal de la dette, soulignant ainsi un lien direct entre choix de financement et création de valeur. À la lumière de cette théorie et des résultats issus de notre analyse, il apparaît que la structure financière d'Electro-Industries influe effectivement sur sa valeur.

D'après les tableaux et les figures présentés précédemment, l'entreprise n'a pas maintenu une structure financière stable durant les trois exercices étudiés (2019, 2020 et 2021). Sa politique de financement repose principalement sur l'utilisation des capitaux propres comme source principale, représentant 80,46 % en 2019, 80,23 % en 2020 et 77,82 % en 2021. Cette forte proportion traduit une préférence marquée pour l'autofinancement et une volonté de conserver une structure solide. En revanche, la part des dettes financières, bien qu'utilisée comme seconde source de financement, affiche une tendance baissière, passant de 13,18 % en 2019 à 10,88 % en 2020, puis à 10,49 % en 2021, en raison principalement du remboursement progressif des emprunts contractés.

Cependant, cette structure dominée par les fonds propres, n'a pas permis à l'entreprise de créer de la richesse. En effet, les indicateurs de rentabilité montrent une performance économique instable et globalement défavorable. En 2019 et 2021, la rentabilité économique est négative, ce qui révèle une incapacité de l'entreprise à générer des bénéfices à partir de ses capitaux permanents. En 2020, bien qu'elle devienne légèrement positive (0,21 %), elle reste très faible par rapport aux ressources mobilisées. Cela traduit une inefficacité dans l'utilisation des ressources investies qu'il s'agisse de fonds propres ou de dettes.

La rentabilité financière de l'entreprise suit une évolution similaire : négative en 2019 (-1,60 %) légèrement positive en 2020 (0,74 %), puis de nouveau négative en 2021 (-2,65 %). Cette fluctuation confirme les difficultés de l'entreprise à transformer ses capitaux propres en profits durables.

L'effet de levier, quant à lui, varie fortement durant la période analysée. En 2019, il est positif 0,89 ce qui indique que le recours à l'endettement a eu un effet favorable sur la rentabilité financière. Cela signifie que la rentabilité économique de l'entreprise dépassait le coût de la dette, permettant ainsi un levier positif. En 2020, l'effet de levier diminue à 0,53 traduisant une baisse de l'impact positif de l'endettement. Cette évolution peut être liée à un ralentissement de l'amélioration économique, dans un contexte encore marqué par les effets de la pandémie de

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

---

---

COVID-19. En 2021, bien qu'il atteigne 0,75 cette hausse ne suffit pas à compenser la détérioration de la rentabilité financière. En effet, la baisse enregistrée cette année-là est principalement due à une mévente importante, qui a entraîné une chute du chiffre d'affaires et une diminution du résultat d'exploitation, voire un déficit. Cette situation a logiquement tiré la rentabilité économique vers le bas, indépendamment du niveau d'endettement. Cela démontre que même avec un levier relativement favorable, l'entreprise ne parvient pas à créer de la valeur en l'absence de performance opérationnelle solide.

Ces constats confirment notre première hypothèse, la structure financière d'Electro-Industries influence bien sa valeur, mais de manière défavorable, du fait d'un usage inefficace de ses ressources et d'une rentabilité insuffisante pour générer de la valeur durable. De plus, l'entreprise n'a pas tiré parti de l'avantage fiscal lié à la déductibilité des charges financières, en raison de sa forte dépendance à l'autofinancement au détriment d'un recours stratégique à l'endettement.

#### **Hypothèse 02 : La maximisation de la valeur de l'entreprise repose sur le choix d'une structure financière optimale.**

Une structure financière optimale constitue un levier essentiel pour maximiser la valeur de l'entreprise. Elle suppose une combinaison équilibrée entre financement interne (autofinancement) et externe (endettement), permettant de réduire le coût moyen pondéré du capital (CMPC) tout en améliorant la rentabilité des capitaux engagés. En effet, une mauvaise allocation des ressources ou un déséquilibre dans les sources de financement peut compromettre la performance globale de l'entreprise et nuire à sa capacité à créer de la valeur sur le long terme. C'est précisément le cas d'Electro-Industries, qui n'est pas parvenue à créer de la valeur en raison d'une structure financière inadaptée, caractérisée par une forte dépendance à l'autofinancement et une sous-utilisation du levier de l'endettement.

Nous testerons cette hypothèse de travail à travers l'analyse des résultats obtenus durant notre stage pratique effectué au sein d'Electro-Industries, en nous appuyant sur la mesure de la création de valeur via l'indicateur EVA (Economic Value Added). Étant donné qu'Electro-Industries n'est pas cotée en bourse, nous ne recourons pas à des indicateurs tels que MVA (Market Value Added), mais uniquement à l'EVA pour évaluer la rentabilité économique.

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

---

---

Les résultats montrent que l'EVA reste négatif sur toute la période 2019-2021, ce qui signifie que la rentabilité économique de l'entreprise est restée inférieure au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC), traduisant une destruction continue de valeur économique.

Le CMPC de l'entreprise est estimé à environ 12 % sur l'ensemble de la période, un niveau relativement stable en raison de la nature juridique d'Electro-Industries, entreprise publique économique dont l'État est l'unique actionnaire. Ce statut oriente ses décisions financières et stratégiques vers des objectifs économiques, sociaux et de service public, plutôt que vers la seule recherche de rentabilité. Par conséquent, l'entreprise ne parvient pas à couvrir le coût de ses ressources, ce qui confirme que sa structure financière actuelle a un impact négatif sur sa valeur.

L'hypothèse selon laquelle la maximisation de la valeur de l'entreprise repose sur le choix d'une structure financière optimale est globalement confirmée. Dans le cas d'Electro-Industries, les résultats montrent clairement que l'entreprise n'a pas réussi à créer de la valeur, comme en témoigne un EVA constamment négatif sur la période analysée, ce qui traduit une destruction continue de valeur économique. Cette situation met en évidence la nécessité pour l'entreprise de revoir sa structure financière actuelle et d'adopter une configuration plus équilibrée et performante, afin de soutenir une création de valeur durable et par conséquent, maximiser sa valeur.

L'objectif de cette section était d'évaluer la valeur de l'entreprise Electro-Industries à travers l'étude de sa structure financière, de sa performance économique et de sa capacité à créer de la richesse. À partir des résultats obtenus, nous constatons que l'entreprise adopte une structure financière prudente, majoritairement basée sur les capitaux propres, ce qui limite son exposition au risque mais augmente le coût de son capital.

Cette stratégie, bien qu'elle assure une certaine stabilité mais ne permet pas à l'entreprise de générer une rentabilité suffisante pour couvrir le coût des ressources investies. En conséquence, Electro-Industries ne parvient pas à créer de valeur économique sur le plan interne. Donc elle se trouve dans une situation de destruction de valeur, ce qui met en évidence la nécessité de repenser sa politique financière et sa gestion du capital pour espérer améliorer sa rentabilité et renforcer sa compétitivité à long terme.

### Chapitre III : Cas de l'entreprise Électro-Industries comme illustration des développements théoriques

---

---

#### Conclusion :

Ce chapitre a permis de passer d'une approche théorique à une analyse concrète de la structure financière et de la valeur de l'entreprise, à travers une étude de cas portant sur l'entreprise Electro-Industries. Cette analyse, basée sur des données comptables et financières des exercices 2019 à 2021, a permis d'évaluer la situation financière de l'entreprise et l'impact de ses choix de financement sur sa capacité à créer de la valeur.

Dans un premier temps, nous avons présenté l'entreprise en retraçant son historique, en mettant en lumière son identité, ses principaux événements marquants, ainsi que sa structure organisationnelle.

Dans un second temps, nous avons analysé sa structure financière sur la période 2019-2021. Il ressort que l'entreprise repose principalement sur les capitaux propres, traduisant une forte dépendance à l'autofinancement, représentant plus de 77 % de sa structure financière sur l'ensemble de la période, tandis que les dettes à long terme montrent une tendance à la baisse, ce qui reflète une politique de désendettement progressif.

Le calcul des équilibres financiers indique une situation globalement satisfaisante, l'analyse des principaux ratios de structure et des indicateurs de stabilité financière vient appuyer ce constat. Toutefois, il convient de noter que l'entreprise rencontre certaines difficultés à couvrir ses dettes à court terme avec les valeurs disponibles, ce qui constitue une menace potentielle pour sa stabilité financière à court terme. La CAF, positive sur les trois années, ce qui témoigne de la capacité d'Electro-Industries à générer un excédent monétaire à partir de son activité.

L'analyse s'est poursuivie par l'évaluation de la valeur de l'entreprise à travers le calcul de la rentabilité économique, financière et la mesure de la création de valeur par l'EVA. Les résultats obtenus ont été défavorables, notamment en raison de facteurs externes tels que la pandémie de COVID-19 et la baisse des ventes en 2021, mais également à cause de certaines limites internes. En complément, le calcul d'une VAN positive témoigne d'une réelle capacité de création de valeur à long terme pour l'entreprise.

Enfin, nous avons confronté ces résultats aux hypothèses de recherche concernant la relation entre la structure financière et la valeur de l'entreprise. Les deux hypothèses ont été confirmées, mais dans un sens défavorable.



# **Conclusion Générale**

## Conclusion Générale

---

---

### Conclusion générale :

La structure financière qui correspond à la combinaison entre dettes et capitaux propres utilisés pour financer l'entreprise, joue un rôle fondamental dans la création de valeur. Elle influence directement le coût du capital, la solvabilité, la rentabilité et la capacité de l'entreprise à faire face à ses engagements financiers. Une structure financière bien équilibrée permet de minimiser le coût moyen pondéré du capital, ce qui accroît la valeur économique de l'entreprise en maximisant la richesse des actionnaires.

L'objectif de notre mémoire était d'analyser **le lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise**. Cette relation constitue un enjeu central en finance d'entreprise, car elle soulève la question de savoir comment les décisions de financement influencent la création de valeur. Notre démarche de recherche s'est articulée d'une part, autour de la réponse à la problématique centrale de ce travail « **Dans quelle mesure la structure financière influence-t-elle la valeur de l'entreprise, et comment les hypothèses du marché parfait et imparfait permettent-elles d'optimiser cette relation ?** », et d'autre part, autour de la vérification des hypothèses formulées au départ. Pour y répondre, nous avons adopté une démarche théorique et empirique visant à mettre en évidence les mécanismes à travers lesquels la structure financière peut contribuer positivement ou négativement à la valorisation de l'entreprise.

Pour ce faire, nous avons d'abord exploré les principales théories financières qui expliquent la manière dont la structure financière peut influencer la valeur d'une entreprise. Les travaux de Modigliani et Miller (1958) ont d'abord introduit l'idée que, dans un marché parfait, la structure financière n'affecte pas la valeur de l'entreprise. Cependant, en 1963, en tenant compte des imperfections du marché telles que les impôts, ces derniers ont modifié leur position et ont démontré que l'endettement pouvait effectivement accroître la valeur de l'entreprise, notamment grâce à des économies d'impôts liée à la déductibilité des charges d'intérêts. Ce qui suggère l'existence d'une structure financière optimale, reposant sur une combinaison équilibrée entre fonds propres et dettes.

En contexte de marché imparfait, d'autres approches complètent l'analyse : la théorie de l'agence met en lumière le rôle de la dette pour limiter les conflits d'intérêts, la théorie du signal voit dans l'endettement un indicateur de confiance des dirigeants, la théorie de l'ordre hiérarchique révèle une préférence pour le financement interne et la théorie des coûts de transaction insiste sur l'impact des frais de financement sur les choix structurels. Ces

## Conclusion Générale

---

---

perspectives soulignent que dans la réalité économique, la structure financière influence effectivement la capacité de l'entreprise à créer de la valeur.

Ces différentes approches théoriques montrent que les décisions de financement ne peuvent être prises indépendamment des objectifs de création de valeur. Dès lors, il est essentiel de s'intéresser à la politique de financement mise en œuvre par l'entreprise, car elle constitue le cadre pratique dans lequel se détermine la structure financière.

La politique de financement occupe une place importante dans la détermination de la structure financière de l'entreprise. En sélectionnant de manière cohérente les sources de financement en fonction des besoins, des objectifs de croissance et des contraintes économiques.

Dans le deuxième chapitre, nous avons examiné la notion de valeur de l'entreprise, qui représente l'ensemble des ressources économiques qu'elle génère au profit de ses actionnaires et de ses parties prenantes. Elle se mesure généralement par la valeur de marché comme la capitalisation boursière pour les sociétés cotées ou par la valeur économique ajoutée, fondée sur l'actualisation des flux futurs de trésorerie. La valeur traduit ainsi la capacité de l'entreprise à générer des bénéfices durables et à gérer efficacement ses ressources. Nous avons ensuite mis l'accent sur les différents indicateurs de mesure de cette valeur, qu'ils soient internes ou boursiers.

Nous avons ensuite enchaîné sur le coût du capital, un élément clé dans l'évaluation de la rentabilité et de la structure financière de l'entreprise. En effet, toutes les sources de financement ont un coût, aucun financement n'est gratuit. Ce coût, que l'entreprise doit supporter pour rémunérer ses ressources de financement, qu'il s'agisse des fonds propres ou de la dette, représente le seuil minimum de rentabilité à atteindre. Nous avons présenté également les méthodes de calcul du coût des fonds propres à travers des modèles tels que le MEDAF et celui de Gordon et Shapiro, ainsi que la méthode d'évaluation du coût de la dette.

Nous avons conclu ce deuxième chapitre en mettant en lumière la variété des modes de financement dont dispose une entreprise pour soutenir son activité et ses projets de croissance. Une structure financière bien conçue, avec un niveau d'endettement maîtrisé, permet de bénéficier des avantages fiscaux liés à la dette tout en limitant les risques. Elle repose sur une sélection réfléchie entre diverses sources, qu'elles soient internes comme l'autofinancement ou la cession d'actifs, ou externes telles que les emprunts bancaires, les émissions obligataires ou

## Conclusion Générale

---

---

l'ouverture du capital à de nouveaux investisseurs. Chaque source comporte ses propres avantages et inconvénients en termes de coût, de contrôle, de disponibilité et de risques.

Pour mieux comprendre les fondements théoriques, nous avons choisi de les appliquer à travers une étude concrète réalisée au sein de l'EPE / SPA Electro-Industries. Cette approche empirique nous a permis d'analyser directement le lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise.

L'analyse d'Electro-Industries sur la période 2019-2021 a permis de vérifier les hypothèses posées, toutes deux confirmées, mais dans un sens défavorable. D'une part, il ressort que la structure financière a bien un impact sur la valeur de l'entreprise, mais cet impact est négatif en raison d'une rentabilité insuffisante, d'un recours excessif à l'autofinancement et d'une mauvaise utilisation des ressources disponibles. D'autre part, les résultats montrent que l'absence d'une structure financière optimale empêche toute création durable de valeur, comme le révèle un EVA constamment négatif sur la période analysée. Ces constats soulignent la nécessité pour Electro-Industries de rééquilibrer sa structure financière afin de renforcer sa performance économique et maximiser sa valeur.

Dans le cadre de notre mémoire, nous avons rencontré des difficultés dans le calcul du Coût du capital, en raison du manque de données comme la prime de risque du marché et le taux de croissance des dividendes. Cela s'explique par la nature d'Electro- Industries, une entreprise publique économique détenue par l'État, qui n'est pas soumise à la pression des marchés financiers ni à la recherche de rentabilité maximale. Ses priorités étant d'intérêt général, comme la stabilité de l'emploi, la rentabilité financière passe souvent au second plan.

Le travail réalisé nous a permis de confirmer que la valeur de l'entreprise dépend essentiellement de sa structure financière. Et par conséquent, le choix d'une structure financière optimale permet de maximiser la valeur de l'entreprise.

Pour compléter cette étude, il serait pertinent d'examiner comment les différents choix de financement influencent la performance à long terme, en tenant compte des spécificités de chaque secteur d'activité et de l'évolution des conditions économiques.



# **Bibliographie**

## Bibliographie

---

---

### ❖ Ouvrages :

- 1- ABTEY Bertrand. H, HEITZ Charles, « quelle structure financière adopter pour son entreprise », Edition Clet, France, 1990.
- 2- BARREAU. J et DELAHAYE. J, « Gestion financière », Edition Dunod, 10<sup>ème</sup> édition, Paris, 2001.
- 3- BAZET. J, FAUCHER. P, « Finance d'entreprise DCG 6 », Edition Nathan, Paris, 2009.
- 4- BERNARD. C, « La rentabilité de l'entreprise », Édition Dunod, France, 1982.
- 5- BOGLIOLO. F, « Des stratégies créatrices de valeur », les cahiers entreprise et finances, 1998.
- 6- BRILMAN. J et MAIRE .C, « Manuel des évaluations des entreprises », les éditions d'organisation, Paris, 1990.
- 7- CABANE Pierre, « L'essentiel de la finance à l'usage des managers », Editions d'organisation, 2<sup>e</sup> édition, Paris, 2004.
- 8- CHARREAUX. G, « Finance d'entreprise », Edition ems, 3<sup>eme</sup> édition, France, 2014.
- 9- CHARREAUX. G, « Gestion financière, Principes, étude de cas solution », Edition LITEC, 4<sup>ème</sup> éd, Paris, 1993.
- 10- CHAUDEY. M, « Analyse économique de la firme », Edition : Armand Colin, Paris, 2014.
- 11- CHERIF. M, DUBREUILLE. S, « Création de valeur et capital-investissement », Edition Pearson, Paris, 2009.
- 12- COHEN Elie, « Analyse économique et financière », Edition Economica, Paris, 2006.
- 13- COLMANT. B, « Les obligations : concepts financiers et comptables essentiels », Edition LARCIER, France, 2004.
- 14- CORHAY.A, MBANGALA.M, « Diagnostic financier des entreprises », Edition CEFAL, Belgique, 2008.
- 15- COURET Alain, MEDUS Jean-Louis, « Les augmentations de capital », Edition Economica, Paris, 1994.
- 16- HOARAU Christian, TELLER Robert, « Création de valeur et management de l'entreprise », Edition Vuibert, France, 2002.
- 17- DAMODARAN.A, « Pratique de la finance d'entreprise », Edition de Boeck, Bruxelles, 2010.
- 18- DE LA BRUSLERIE Hubert, « Analyse Financière : Information financière, Evaluation, Diagnostic », Edition Dunod, 4<sup>eme</sup> édition, France, 2010.

## Bibliographie

---

---

- 19- De LA CHAPELLE. P, « Évaluation Des entreprises », Edition Economica, 3eme édition, Paris, 2007.
- 20- DEGOS Jean-Guy, GRIFFITHS Stéphane, « Gestion financière : de l'analyse a la stratégie», Edition d'organisation EYROLLES, Paris, 2008.
- 21- GILLET. R, « Finance d'entreprise, finance de marché, diagnostic financier », Edition Dalloz, Paris, 1994.
- 22- KADA Megroaoui, « Manuel de finance d'entreprise », Edition Berti, Alger, 2015.
- 23- KOOLI Maher, ADJAOUF Fodil, BOUBAKRI Narjess, et al « Finance d'entreprise, Evaluation et Gestion », Edition Chenelière Éducation, 2ème édition, Montréal, 2013.
- 24- LEIRTZ Alain, « Base de gestion financière », Edition d'organisation, Paris, 1989.
- 25- LUC Bernet- Rolland, « Principes de technique bancaire », Edition DUNOD, 22ème édition, Paris, 2002.
- 26- MENARD. L, « Dictionnaire de la comptabilité », Edition CNCC, 2e édition, Belgique, 2004.
- 27- PIERRAT Christian, « Dans la gestion financière de l'entreprise », Edition La découverte, Paris, 2014.
- 28- PIERRAT Christian, « La politique financière de l'entreprise », Edition la découverte, Paris, 1996.
- 29- RAMAGE Pierre, « Analyse et diagnostic financier », Edition d'organisation, Paris, 2001.
- 30- RIVET Alain, « Gestion financière », Edition Ellipses, Paris, 2003.
- 31- ROLLANDE Luc Bernet, « Pratique de l'analyse financière », Edition Dunod, 2<sup>eme</sup> édition, Paris, 2015.
- 32- ROSS. S. A, WESTRFIELD.R.W. JAFFE.J. F, « Finance corporate », Edition Dunod, Paris, 2005.
- 33- SENTIS Patrick, « Introduction en bourse : une approche internationale », Edition ECONOMICA, Paris, 2004, Page 9-10.
- 34- SOLNIK. B, « Gestion financière », Edition Nathan, Paris, 1988.
- 35- WILLIAMSON O.E, « Les institutions de l'économie », InterEditions, Paris, 1994.
- 36- WIRTZ Peter, « Politique de Financement et Gouvernement d'Entreprise », Edition Economica, Paris, 2002.

## Bibliographie

---

---

### ❖ Articles :

- 1- COASE. R.H, « The nature of the firm », *Economica*, Vol 16, Publié en 1937.
- 2- HAKMAOUI Abdelati, YERROU Haffsa, « LES DÉTERMINANTS DE LA STRUCTURE DE FINANCEMENT : UNE ÉTUDE EMPIRIQUE SUR DES ENTREPRISES MAROCAINES », *Revue JBE*, Vol11, N°2, 2013.
- 3- HASSIANI Abdelhamid, AIT SAHED Imene, « Le choix de la politique financière de l'entreprise », *revue des sciences administratives et financières*, Vol 01, N°01, Algérie, Décembre 2017.
- 4- KERZABI Dounia, BENBOUZIANE Mohamed, « Création de la valeur et compétitivité des entreprises Algériennes », *Revue D'ECONOMIE et de MANAGEMENT*, Vol 13, N°2, Mai 2014.
- 5- MASSIKI Ayoub, METWALLI Olaya, DAHHOU Nabil, KHARBOUCH Omar, « Les facteurs de la composition financière des entreprises marocaines cotées en bourse : secteurs agroalimentaires, immobilières et hôtelières », *Revue Française d'Economie et de Gestion*, vol 4 : N°11, 2023.
- 6- MYERS S. C, MAJLUF N. S, « Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics*, Vol 13, N°2, 1984.
- 7- NUMA Guy, « Théorie de l'agence et concessions de chemins de fer français au 19ème siècle », *Revue d'économie industrielle*, n °125, 2009.
- 8- SSADOUNI Saas et HABBANI Souad, « ANALYSE THÉORIQUE DE L'INFLUENCE DE LA STRUCTURE FINANCIÈRE SUR LA PERFORMANCE DES ENTREPRISES », *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics – IJAFAME*, Volume 5, Issue 10, Publié Octobre 2024.
- 9- WILLIAMSON O.E, WATCHER M, HARRIS J, « Understanding the employment relation: the analysis of idiosyncratic exchange », *Bell Journal of Economics*, n°6, 1975.
- 10- Zakari Yaou KAKA, Amadou HAIDARA, « Le rôle des signaux financiers dans la réduction des asymétries d'informations : une évidence dans les PME maliennes », *Journal of Academic Finance*, Vol 14, N°1, 2023.

### ❖ Thèses de doctorat :

- 1- 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 de doctorat, UMMTO, Juin 2015.

## Bibliographie

---

- 2- ZIANE Ydriss « Structure financière, relations bancaires de long terme et financement inter-entreprises des PME françaises », Thèse de doctorat, Université de PARISX-NANTERRE, Novembre 2004.

### ❖ Autres documents :

- 1- ASSOUS Nassima, « Cours de politique financière », Master 1 FE, UMMTO, 2023.
- 2- ASSOUS Nassima, « Cours de stratégie financière : coût du capital », Master 2 FE, UMMTO, 2025.
- 3- ASSOUS Nassima, « Cours de Théorie Financière », Master 01 SF, UMMTO, 2021/2022.
- 4- FEKKAK.L, « Chapitre II : modalités du choix de financement », Cours de Gestion financière, UNIVERSITÉ SIDIM OHAMED BEN ABDELLAH, Maroc.

### ❖ Sites web:

- Comprendre la méthode de calcul du MEDAF, consulté le 25/04/2025, <https://gocardless.com/fr/guides/articles/comprendre-la-methode-de-calcul-du-medaf/>
- L'analyse financière par la méthode des ratios, consulté le 10/03/2025, <https://coursabrun.typepad.fr/files/chapitre-4>
- LECON N°4, LA THEORIE DES COUTS DE TRANSACTIONS, consulté 17/03/2025, <http://ressources.auneg.fr/nuxeo/site/esupversions/94ffe495-a9f7-40d2-a009-c0b525314ca0/Lecon4/polycopies4/L4.pdf>
- Les capitaux propres d'une entreprise : définition, exemple et calcul, Consulté le 07/03/2025, <https://www.axiocap.com/blog/capitaux-propres-entreprise>
- Les Ratios Financiers : choix et calcul, consulté le 11/03/2025, [https://www.cours-cherry.fr/\\_media/les-ratios-financiers.pdf](https://www.cours-cherry.fr/_media/les-ratios-financiers.pdf)
- Pecking Order Theory: Definitions, Concepts and Examples, publié en Janvier 2024, consulté le 15/03/2025, <https://www.capitalcitytraining.com/knowledge/pecking-order-theory/>
- THE COST OF CAPITAL, CORPORATION FINANCE AND THE THEORY OF INVESTMENT, F. Modigliani et M. Miller, Consulté le 01/03/2025 : <https://www.universalis.fr/encyclopedie/the-cost-of-capital-corporation-finance-and-the-theory-of-investment/>



# **Annexes**

BILAN (ACTIF) -copie provisoire

ACTIF	NOTE	2019			2018
		Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles		40 575 885,39	37 076 184,79	3 499 700,60	5 459 850,40
<b>Immobilisations corporelles</b>					
Terrains		3 418 310,00		3 418 310,00	3 418 310,00
Bâtiments		4 372 175 389,42	3 253 491 494,12	1 118 683 895,30	1 255 025 685,73
Autres immobilisations corporelles		2 605 169 444,38	2 164 809 840,40	440 359 603,98	445 963 725,52
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours		16 714 731,34		16 714 731,34	12 626 954,86
<b>Immobilisations financières</b>					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées		630 300 000,00		630 300 000,00	630 300 000,00
Autres titres immobilisés		1 150 000 000,00		1 150 000 000,00	1 450 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants					
Impôts différés actif		63 912 862,76		63 912 862,76	57 183 012,58
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>8 882 266 623,29</b>	<b>5 455 377 519,31</b>	<b>3 426 889 103,98</b>	<b>3 859 977 539,09</b>
<b>ACTIF COURANT</b>					
Stocks et encours		3 084 927 984,57	92 491 422,09	2 992 436 562,48	2 640 970 698,26
<b>Créances et emplois assimilés</b>					
Clients		1 285 422 080,83	15 778 392,27	1 269 643 688,56	1 288 891 362,24
Autres débiteurs		95 884 992,26	5 000 000,00	90 884 992,26	35 247 196,55
Impôts et assimilés		20 754 011,75		20 754 011,75	18 230 439,86
Autres créances et emplois assimilés					
<b>Disponibilités et assimilés</b>					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		671 844 654,33		671 844 654,33	763 096 615,95
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>5 158 833 723,74</b>	<b>113 269 814,36</b>	<b>5 045 563 909,38</b>	<b>4 746 436 312,86</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>14 041 100 347,03</b>	<b>5 568 647 333,67</b>	<b>8 472 453 013,36</b>	<b>8 606 413 851,95</b>

**BILAN (PASSIF) -copie provisoire**

	NOTE	2019	2018
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis		4 753 000 000,00	4 753 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)		2 172 287 438,63	2 172 287 438,63
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		-108 728 266,51	65 607 186,38
Autres capitaux propres - Report à nouveau			
<b>Part de la société consolidante (1)</b>			
<b>Part des minoritaires (1)</b>			
<b>TOTAL I</b>		<b>6 816 559 172,12</b>	<b>6 990 894 625,01</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières		382 782 676,58	350 124 158,55
<b>Impôts (différés et provisionnés)</b>			
Autres dettes non courantes		472 675 000,00	472 675 000,00
Provisions et produits constatés d'avance		261 079 292,64	255 220 692,41
<b>TOTAL II</b>		<b>1 116 536 969,22</b>	<b>1 078 019 850,96</b>
<b>PASSIFS COURANTS:</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		388 319 548,76	390 278 493,57
Impôts et dettes parafiscales		29 488 573,93	52 224 075,31
Groupe et associés			
Autres dettes		121 548 749,33	94 996 807,10
Trésorerie passif			
<b>TOTAL III</b>		<b>539 356 872,02</b>	<b>537 499 375,98</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)</b>		<b>8 472 453 013,36</b>	<b>8 606 413 851,95</b>

(1) A utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

**COMPTE DE RESULTAT/NATURE -copie provisoire**

	NOTE	2019	2018
Ventes et produits annexes		2 765 209 872,29	3 403 482 137,65
Variation stocks produits finis et en cours		-49 148 098,80	-702 277 417,91
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>2 716 061 773,49</b>	<b>2 701 204 719,74</b>
Achats consommés		-1 815 763 072,11	-1 717 843 304,55
Services extérieurs et autres consommations		-48 232 041,00	-64 988 110,69
<b>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>		<b>-1 863 995 113,11</b>	<b>-1 782 831 415,24</b>
<b>III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>852 066 660,38</b>	<b>918 373 304,50</b>
Charges de personnel		-834 703 796,80	-733 451 547,39
Impôts, taxes et versements assimilés		-28 759 677,15	-35 828 994,99
<b>IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>-11 396 813,57</b>	<b>149 092 762,12</b>
Autres produits opérationnels		14 925 017,91	13 306 687,25
Autres charges opérationnelles		-12 188 518,09	-5 226 408,52
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-211 263 275,22	-210 766 712,00
Reprise sur pertes de valeur et provisions		22 708 712,51	35 181 198,97
<b>V- RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>-197 214 876,46</b>	<b>-18 412 472,18</b>
Produits financiers		83 202 417,48	87 179 066,50
Charges financières		-1 435 657,71	-5 654 454,55
<b>VI-RESULTAT FINANCIER</b>		<b>81 766 759,77</b>	<b>81 524 611,95</b>
<b>VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS ( V+VI)</b>		<b>-115 448 116,69</b>	<b>63 112 139,77</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-10 000,00	-8 469 227,00
Impôts différés ( Variations ) sur résultats ordinaires		6 729 850,18	10 964 273,61
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>2 836 897 921,39</b>	<b>2 836 871 672,46</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>-2 945 626 187,90</b>	<b>-2 771 264 486,08</b>
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>-108 728 266,51</b>	<b>65 607 186,38</b>
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
<b>IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>			
<b>X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>-108 728 266,51</b>	<b>65 607 186,38</b>

**TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE -copie provisoire**

	NOTE	2019	2018
<b>Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles</b>			
Encaissements reçus des clients		3 312 526 817,58	3 926 585 138,86
Sommes versées aux fournisseurs et au personnel		-3 428 193 302,46	-3 241 166 626,99
Intérêts et autres frais financiers payés			
Impôts sur les résultats payés		-310 800 571,18	-375 218 482,00
Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires		-426 467 056,06	310 200 029,87
Flux de trésorerie lié à des éléments extraordinaires			
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles (A)</b>		<b>-426 467 056,06</b>	<b>310 200 029,87</b>
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissement</b>			
Décaissements sur acquisitions d'immobilisations corporelles ou incorporelles		-43 463 159,09	-46 827 782,84
Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles			
Décaissements sur acquisitions d'immobilisations financières			-157 625 000,00
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières		300 000 000,00	
Intérêts encaissés sur placements financiers		73 625 000,00	81 125 000,00
Dividendes et quote-part de résultats reçus			
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissements (B)</b>		<b>330 161 840,91</b>	<b>-123 327 782,84</b>
<b>Flux de trésorerie provenant des activités de financements</b>			
Encaissements suite à l'émission d'actions			
Dividendes et autres distributions effectuées		-34 287 186,38	-80 000 000,00
Encaissements provenant d'emprunts		32 658 518,03	26 711 258,32
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes assimilées			
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités de financement (C)</b>		<b>-1 628 668,35</b>	<b>-53 288 741,68</b>
Incidences des variations des taux de change sur liquidités et quasi liquidités		6 681 921,88	600 988,72
<b>Variation de trésorerie de la période (A+B+C)</b>		<b>-91 251 961,62</b>	<b>134 184 494,07</b>
<b>Trésorerie ou équivalent de trésorerie au début de la période</b>		<b>763 096 615,95</b>	<b>628 912 121,88</b>
<b>Trésorerie ou équivalent de trésorerie à la fin de la période</b>		<b>671 844 654,33</b>	<b>763 096 615,95</b>
<b>Variation de la trésorerie de la période</b>		<b>-91 251 961,62</b>	<b>134 184 494,07</b>
<b>Rapprochement avec le résultat comptable</b>		<b>17 476 304,89</b>	<b>68 577 307,69</b>

**BILAN (ACTIF) -copie provisoire**

ACTIF	NOTE	2020			2019
		Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif					
<b>Immobilisations incorporelles</b>		40 575 885,39	37 368 285,39	3 207 600,00	3 499 700,60
<b>Immobilisations corporelles</b>					
Terrains		3 418 310,00		3 418 310,00	3 418 310,00
Bâtiments		4 374 086 731,92	3 368 429 783,10	985 657 948,82	1 118 683 895,30
Installations, machines et outillage		2 405 097 365,06	2 031 036 193,48	374 062 171,58	375 270 840,72
Autres immobilisations corporelles		242 919 828,50	171 293 008,13	71 626 820,37	65 088 763,26
Immobilisations en concession					
<b>Immobilisations encours</b>		48 387 240,04		48 387 240,04	16 714 731,34
<b>Immobilisations financières</b>					
Titres mis en équivalence				630 300 000,00	630 300 000,00
Autres participations et créances rattachées		630 300 000,00		630 300 000,00	630 300 000,00
Autres titres immobilisés		1 150 000 000,00		1 150 000 000,00	1 150 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants				67 428 628,26	63 912 862,76
Impôts différés actif		67 428 628,26		67 428 628,26	63 912 862,76
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>8 962 213 989,17</b>	<b>5 628 125 270,10</b>	<b>3 334 088 719,07</b>	<b>3 426 889 103,98</b>
<b>ACTIF COURANT</b>					
<b>Stocks et encours</b>		2 678 247 082,71	85 369 859,61	2 592 877 223,10	2 992 436 562,48
<b>Créances et emplois assimilés</b>					
Clients		1 739 290 592,13	15 778 392,27	1 723 512 199,86	1 269 643 688,56
Autres débiteurs		125 695 746,39		125 695 746,39	54 797 748,26
Impôts et assimilés		36 579 016,69		36 579 016,69	20 754 011,75
Groupe et associés		20 361 772,00	5 000 000,00	15 361 772,00	36 087 244,00
Autres créances et emplois assimilés					
<b>Disponibilités et assimilés</b>					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		731 182 996,99		731 182 996,99	671 844 654,33
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>5 331 357 206,91</b>	<b>106 148 251,88</b>	<b>5 225 208 955,03</b>	<b>5 045 563 909,38</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>14 293 571 196,08</b>	<b>5 734 273 521,98</b>	<b>8 559 297 674,10</b>	<b>8 472 453 013,36</b>

**BILAN (PASSIF) -copie provisoire**

	NOTE	2020	2019
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>			
Capital émis		4 753 000 000,00	4 753 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)		2 172 287 438,63	2 172 287 438,63
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		50 657 325,79	-108 728 266,51
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-108 728 266,51	
<b>Part de la société consolidante (1)</b>			
<b>Part des minoritaires (1)</b>			
<b>TOTAL I</b>		<b>6 867 216 497,91</b>	<b>6 816 559 172,12</b>
<b><u>PASSIFS NON-COURANTS</u></b>			
Emprunts et dettes financières		337 080 513,01	382 782 676,58
<b>Impôts (différés et provisionnés)</b>			
Autres dettes non courantes		315 150 000,00	472 675 000,00
Provisions et produits constatés d'avance		278 773 824,66	261 079 292,64
<b>TOTAL II</b>		<b>931 004 337,67</b>	<b>1 116 536 969,22</b>
<b><u>PASSIFS COURANTS:</u></b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		523 841 816,09	388 319 548,76
Impôts et dettes parafiscales		29 159 284,06	29 488 573,93
Groupe et associés		66 164 381,00	
Autres dettes		141 911 357,37	121 548 749,33
Trésorerie passif			
<b>TOTAL III</b>		<b>761 076 838,52</b>	<b>539 356 872,02</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)</b>		<b>8 559 297 674,10</b>	<b>8 472 453 013,36</b>

(1) A utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

## COMPTES DE RESULTAT/NATURE -copie provisoire

	NOTE	2020	2019
Ventes et produits annexes		2 990 071 042,74	2 765 209 872,29
Variation stocks produits finis et en cours		-8 119 300,35	-49 148 098,80
Production immobilisée		445 600,00	
Subventions d'exploitation		280 000,00	
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>2 982 677 342,39</b>	<b>2 716 061 773,49</b>
Achats consommés		-2 019 400 185,30	-1 815 763 072,11
Services extérieurs et autres consommations		-49 552 630,35	-48 232 041,00
<b>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>		<b>-2 068 952 815,65</b>	<b>-1 863 995 113,11</b>
<b>III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>913 724 526,74</b>	<b>852 066 660,38</b>
Charges de personnel		-745 309 212,80	-834 703 796,80
Impôts, taxes et versements assimilés		-32 163 454,04	-28 759 677,15
<b>IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>136 251 859,90</b>	<b>-11 396 813,57</b>
Autres produits opérationnels		76 033 400,39	14 925 017,91
Autres charges opérationnelles		-2 947 963,34	-12 188 518,09
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-203 918 774,30	-211 263 275,22
Reprise sur pertes de valeur et provisions		10 697 947,89	22 708 712,51
<b>V- RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>16 116 470,54</b>	<b>-197 214 876,46</b>
Produits financiers		67 381 425,53	83 202 417,48
Charges financières		-36 346 335,78	-1 435 657,71
<b>VI-RESULTAT FINANCIER</b>		<b>31 035 089,75</b>	<b>81 766 759,77</b>
<b>VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS ( V+VI)</b>		<b>47 151 560,29</b>	<b>-115 448 116,69</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-10 000,00	-10 000,00
Impôts différés ( Variations ) sur résultats ordinaires		3 515 765,50	6 729 850,18
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>3 136 790 116,20</b>	<b>2 836 897 921,39</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>-3 086 132 790,41</b>	<b>-2 945 626 187,90</b>
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>50 657 325,79</b>	<b>-108 728 266,51</b>
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
<b>IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>			
<b>X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>50 657 325,79</b>	<b>-108 728 266,51</b>

## TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE -copie provisoire

	NOTE	2020	2019
<b>Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles</b>			
Encaissements reçus des clients		3 027 716 531,21	3 312 526 817,58
Sommes versées aux fournisseurs et au personnel		-2 415 194 885,81	-3 428 193 302,46
Intérêts et autres frais financiers payés		-13 691 793,47	
Impôts sur les résultats payés		-285 218 719,83	-310 800 571,18
Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires		313 611 132,10	-426 467 056,06
Flux de trésorerie lié à des éléments extraordinaires			
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles (A)</b>		<b>313 611 132,10</b>	<b>-426 467 056,06</b>
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissement</b>			
Décaissements sur acquisitions d'immobilisations corporelles ou incorporelles		-103 947 653,70	-43 463 159,09
Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles			
Décaissements sur acquisitions d'immobilisations financières		-157 525 000,00	
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières			300 000 000,00
Intérêts encaissés sur placements financiers		66 125 000,00	73 625 000,00
Dividendes et quote-part de résultats reçus			
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissements (B)</b>		<b>-195 347 653,70</b>	<b>330 161 840,91</b>
<b>Flux de trésorerie provenant des activités de financements</b>			
Encaissements suite à l'émission d'actions			
Dividendes et autres distributions effectuées			-34 287 186,38
Encaissements provenant d'emprunts		1 241 128,35	32 658 518,03
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes assimilées		-46 943 291,92	
Subventions (74;131;132)		280 000,00	
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités de financement (C)</b>		<b>-45 422 163,57</b>	<b>-1 628 668,35</b>
Incidences des variations des taux de change sur liquidités et quasi-liquidités		-13 502 972,17	6 681 921,88
<b>Variation de trésorerie de la période (A+B+C)</b>		<b>59 338 342,66</b>	<b>-91 251 961,62</b>
Trésorerie ou équivalent de trésorerie au début de la période		671 844 654,33	763 096 615,95
Trésorerie ou équivalent de trésorerie à la fin de la période		731 182 996,99	671 844 654,33
<b>Variation de la trésorerie de la période</b>		<b>59 338 342,66</b>	<b>-91 251 961,62</b>
Rapprochement avec le résultat comptable		8 681 016,87	17 476 304,89

## BILAN (ACTIF) -copie provisoire

ACTIF	NOTE	2021			2020
		Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif					
<b>Immobilisations incorporelles</b>		40 575 885,39	37 659 885,39	2 916 000,00	3 207 600,00
<b>Immobilisations corporelles</b>					
Terrains		2 918 528,78		2 918 528,78	3 418 310,00
Bâtiments		4 372 009 679,98	3 524 659 415,10	847 350 264,88	985 657 948,82
Installations, machines et outillage		2 451 101 223,05	2 062 686 262,12	388 414 960,93	374 062 171,58
Autres immobilisations corporelles		253 049 564,85	181 437 876,37	71 611 688,48	71 626 820,37
Immobilisations en concession					
<b>Immobilisations encours</b>		27 663 634,23		27 663 634,23	48 387 240,04
<b>Immobilisations financières</b>					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées		630 300 000,00		630 300 000,00	630 300 000,00
Autres titres immobilisés					1 150 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants		850 000 000,00		850 000 000,00	
Impôts différés actif		116 840 627,58		116 840 627,58	67 428 628,26
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>8 744 459 143,86</b>	<b>5 806 443 438,98</b>	<b>2 938 015 704,88</b>	<b>3 334 088 719,07</b>
<b>ACTIF COURANT</b>					
<b>Stocks et encours</b>		4 047 517 178,17	120 661 208,52	3 926 855 969,65	2 592 877 223,10
<b>Créances et emplois assimilés</b>					
Clients		1 375 195 018,24	287 944 761,92	1 087 250 256,32	1 723 512 199,86
Autres débiteurs		154 477 655,36		154 477 655,36	125 695 746,39
Impôts et assimilés		44 623 222,36		44 623 222,36	36 579 016,69
Groupe et associés		107 235 913,00	5 000 000,00	102 235 913,00	15 361 772,00
Autres créances et emplois assimilés					
<b>Disponibilités et assimilés</b>					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		343 429 481,38		343 429 481,38	731 182 996,99
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>6 072 478 468,51</b>	<b>413 805 970,44</b>	<b>5 658 872 498,07</b>	<b>5 225 208 955,03</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>14 816 937 612,37</b>	<b>6 220 049 409,42</b>	<b>8 596 888 202,95</b>	<b>8 559 297 674,10</b>

**BILAN (PASSIF) -copie provisoire**

	NOTE	2021	2020
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis		4 753 000 000,00	4 753 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)		2 172 287 438,63	2 172 287 438,63
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		-177 433 918,37	50 657 325,79
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-58 070 940,72	-108 728 266,51
<b>Part de la société consolidante (1)</b>			
<b>Part des minoritaires (1)</b>			
<b>TOTAL I</b>		<b>6 689 782 579,54</b>	<b>6 867 216 497,91</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières		289 077 537,37	337 080 513,01
<b>Impôts (différés et provisionnés)</b>		<b>1 874 798,08</b>	
Autres dettes non courantes		315 150 000,00	315 150 000,00
Provisions et produits constatés d'avance		296 069 935,09	278 773 824,66
<b>TOTAL II</b>		<b>902 172 270,54</b>	<b>931 004 337,67</b>
<b>PASSIFS COURANTS:</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		870 787 162,81	523 841 816,09
Impôts et dettes parafiscales		28 973 896,42	29 159 284,06
Groupe et associés			66 164 381,00
Autres dettes		105 172 293,64	141 911 357,37
Trésorerie passif			
<b>TOTAL III</b>		<b>1 004 933 352,87</b>	<b>761 076 838,52</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)</b>		<b>8 596 888 202,95</b>	<b>8 559 297 674,10</b>

(1) A utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

**COMPTE DE RESULTAT/NATURE -copie provisoire**

	NOTE	2021	2020
Ventes et produits annexes		2 736 567 469,46	2 990 071 042,74
Variation stocks produits finis et en cours		1 008 997 330,15	-8 119 300,35
Production immobilisée			445 600,00
Subventions d'exploitation			280 000,00
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>3 745 564 799,61</b>	<b>2 982 677 342,39</b>
Achats consommés		-2 579 001 066,16	-2 019 400 185,30
Services extérieurs et autres consommations		-55 089 249,84	-49 552 630,35
<b>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>		<b>-2 634 090 316,00</b>	<b>-2 068 952 815,65</b>
<b>III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>1 111 474 483,61</b>	<b>913 724 526,74</b>
Charges de personnel		-831 865 673,64	-745 309 212,80
Impôts, taxes et versements assimilés		-33 785 733,14	-32 163 454,04
<b>IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>245 823 076,83</b>	<b>136 251 859,90</b>
Autres produits opérationnels		11 251 022,08	76 033 400,39
Autres charges opérationnelles		-5 079 707,12	-2 947 963,34
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-516 353 586,83	-203 918 774,30
Reprise sur pertes de valeur et provisions		6 245 790,79	10 697 947,89
<b>V- RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>-258 113 404,25</b>	<b>16 116 470,54</b>
Produits financiers		54 109 147,59	67 381 425,53
Charges financières		-20 966 862,95	-36 346 335,78
<b>VI-RESULTAT FINANCIER</b>		<b>33 142 284,64</b>	<b>31 035 089,75</b>
<b>VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS ( V+VI)</b>		<b>-224 971 119,61</b>	<b>47 151 560,29</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires			-10 000,00
Impôts différés ( Variations ) sur résultats ordinaires		47 537 201,24	3 515 765,50
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>3 817 170 760,07</b>	<b>3 136 790 116,20</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>-3 994 604 678,44</b>	<b>-3 086 132 790,41</b>
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>-177 433 918,37</b>	<b>50 657 325,79</b>
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
<b>IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>			
<b>X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>-177 433 918,37</b>	<b>50 657 325,79</b>

## TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE -copie provisoire

	NOTE	2021	2020
<b>Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles</b>			
Encaissements reçus des clients		3 547 916 268,04	3 027 716 531,21
Sommes versées aux fournisseurs et au personnel		-3 932 979 291,63	-2 415 194 885,81
Intérêts et autres frais financiers payés		-11 117 685,74	-13 691 793,47
Impôts sur les résultats payés		-249 443 745,58	-285 218 719,83
Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires		-645 624 454,91	313 611 132,10
Flux de trésorerie lié à des éléments extraordinaires			
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles (A)</b>		<b>-645 624 454,91</b>	<b>313 611 132,10</b>
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissement</b>			
Décaissements sur acquisitions d'immobilisations corporelles ou incorporelles		-38 548 489,87	-103 947 653,70
Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles			
Décaissements sur acquisitions d'immobilisations financières		-850 000 000,00	-157 525 000,00
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières		1 150 000 000,00	
Intérêts encaissés sur placements financiers		38 856 941,65	66 125 000,00
Dividendes et quote-part de résultats reçus			
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissements (B)</b>		<b>300 308 451,78</b>	<b>-195 347 653,70</b>
<b>Flux de trésorerie provenant des activités de financements</b>			
Encaissements suite à l'émission d'actions			
Dividendes et autres distributions effectuées			
Encaissements provenant d'emprunts			1 241 128,35
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes assimilées		-48 002 975,64	-46 943 291,92
Subventions (74;131;132)			280 000,00
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités de financement (C)</b>		<b>-48 002 975,64</b>	<b>-45 422 163,57</b>
Incidences des variations des taux de change sur liquidités et quasi-liquidités		5 565 463,16	-13 502 972,17
<b>Variation de trésorerie de la période (A+B+C)</b>		<b>-387 753 515,61</b>	<b>59 338 342,66</b>
<b>Trésorerie ou équivalent de trésorerie au début de la période</b>		<b>731 182 996,99</b>	<b>671 844 654,33</b>
<b>Trésorerie ou équivalent de trésorerie à la fin de la période</b>		<b>343 429 481,38</b>	<b>731 182 996,99</b>
<b>Variation de la trésorerie de la période</b>		<b>-387 753 515,61</b>	<b>59 338 342,66</b>
<b>Rapprochement avec le résultat comptable</b>		<b>-210 319 597,24</b>	<b>8 681 016,87</b>



# **Tables des matières**

## Tables des matières :

Remerciements	
Dédicaces	
Sommaire	
Liste des abréviations	
Liste des figures	
Liste des tableaux	
<b>Introduction générale</b> .....	<b>1</b>
<b>Chapitre I : Fondements théoriques du lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise</b> .....	<b>6</b>
<b>Introduction</b> .....	<b>6</b>
<b>Section 1 : L'apport des théories financières dans un contexte parfait.</b> .....	<b>7</b>
1. La théorie de décision de financement de Modigliani et Miller avec ou sans fiscalité :	7
1.1 La théorie de Modigliani et Miller en absence d'impôt 1958 (La thèse de la neutralité de la structure financière) : .....	8
1.1.1 Démonstration de la thèse de neutralité : .....	8
1.1.2 Résultat de l'hypothèse de neutralité : .....	9
1.2 La théorie de Modigliani et Miller en présence d'impôt 1963 (Principe de non neutralité de la structure financière) .....	10
1.2.1 Démonstration de théorème Modigliani et Miller en présence d'imposition.	11
1.2.2 Synthèse du théorème de Modigliani et Miller (1963) : .....	13
<b>Section 2 : L'apport des théories financières dans un contexte imparfait.</b> .....	<b>15</b>
1. L'apport de la théorie d'agence de Jensen et Meckling (1976) : .....	15
1.1 Définition et principe de la relation d'agence : .....	15
1.2 Les problèmes d'asymétrie d'information dans la théorie de l'agence : .....	16
1.3 Les sources des coûts d'agence : .....	16
1.3.1 Conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants : .....	17
1.3.2 Conflits d'agence entre actionnaires et créanciers : .....	17
1.4 Coûts d'agence et mécanismes de résolution des conflits : .....	17
2. L'apport de la théorie de signal de Stephen Ross (1977) : .....	18
2.1 Définition de la théorie de signal : .....	19
2.2 Théorie du Signal et Composition Financière : .....	19

2.3	Le signal de l'endettement :.....	20
3.	L'apport de la théorie de financement hiérarchique (pecking order theory) de Mayer et Majluf (1984) .....	20
3.1	Qu'est-ce que la théorie de l'ordre de financement ?.....	20
3.2	Hiérarchie des sources de financement : .....	21
3.3	Facteurs expliquant l'ordre de financement : .....	22
4.	L'apport de la théorie des coûts de transaction de R. Coase (1937) et O.E. Williamson (1988) :.....	23
4.1	L'apport de R. Coase :.....	23
4.1.1	Les hypothèses de la théorie du coût de transaction selon Coase:.....	24
4.1.2	Typologie des coûts de transaction: .....	24
4.2	L'apport de Williamson :.....	25
4.2.1	Les hypothèses du modèle de Williamson : .....	25
4.2.2	La spécificité des actifs : .....	25
<b>Section 3 : La structure financière et la politique de financement.....</b>		<b>28</b>
1.	La structure financière :.....	28
1.1	Notion de la structure financière :.....	28
1.2	La structure financière optimale : .....	29
1.2.1	Facteurs influençant la structure financière optimale d'une entreprise :.....	30
1.3	Objectifs de la structure financière : .....	30
1.4	Importance de la structure financière : .....	31
1.5	Déterminants de la structure financière de l'entreprise :.....	32
1.5.1	La taille de l'entreprise :.....	32
1.5.2	L'âge de l'entreprise :.....	33
1.5.3	Le statut juridique : .....	33
1.5.4	La rentabilité : .....	33
1.5.5	La fiscalité : .....	34
1.5.6	Les opportunités de croissance : .....	34
1.5.7	Conjoncture macroéconomique : .....	34
1.6	Composition de la structure financière :.....	34
1.6.1	La structure de l'actif : .....	35
1.6.1.1	L'Actifs immobilisés :.....	35
1.6.1.2	L'actif circulant :.....	35
1.6.2	La structure du passif : .....	36

1.6.2.1	Capitaux propres : .....	36
1.6.2.2	Dettes : .....	38
1.7	Ratios de la structure financière : .....	39
1.7.1	Définition de la notion ratio : .....	39
1.7.2	Définition des ratios de structure financière : .....	40
1.7.2.1	Ratio d'indépendance financière : .....	40
1.7.2.2	Ratio d'autonomie financière : .....	40
1.7.2.3	Ratio d'endettement : .....	41
1.7.2.4	Ratio de solvabilité : .....	41
1.7.2.5	Ratio de financement des immobilisations : .....	42
2.	La politique de financement : .....	42
2.1	Définition de la politique financière : .....	42
2.2	Principales composantes de la politique financière : .....	43
2.3	Rôles de la politique de financement : .....	44
2.4	Objectifs de la politique de financement: .....	44
2.5	La politique de financement et les étapes de la vie de l'entreprise : .....	44
2.5.1	La phase de création : .....	44
2.5.2	La phase de croissance : .....	45
2.5.3	La phase de maturité : .....	45
2.5.4	La phase de stagnation : .....	45
	<b>Conclusion.....</b>	<b>47</b>
	<b>Chapitre II :Effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise.....</b>	<b>49</b>
	<b>Introduction.....</b>	<b>49</b>
	<b>Section 1 : Les fondements de la valeur de l'entreprise. ....</b>	<b>51</b>
1.	Notion de la valeur de l'entreprise : .....	51
1.1	Définitions de la valeur de l'entreprise : .....	51
1.1.1	Définition de la valeur financière de l'entreprise : .....	52
1.1.2	Définition actionnariale de la valeur : .....	53
1.1.3	Définition de la valeur pour une entreprise cotée et non cotée : .....	53
1.2	Distinction entre prix et valeur: .....	53
1.3	Types de valeurs de l'entreprise:.....	54
1.3.1	La valeur intrinsèque : .....	54
1.3.2	La valeur boursière : .....	54

1.4	Hypothèses fondamentales des indicateurs de création de valeur : .....	55
1.5	L'identification des principaux leviers stratégiques de la création de valeur : ...	55
1.6	Mesure de la valeur de l'entreprise : .....	57
1.6.1	Indicateurs de mesure de la valeur interne : .....	57
1.6.1.1	La rentabilité économique (ROI) : .....	57
1.6.1.2	La rentabilité financière (ROE):.....	58
1.6.1.3	Le bénéfice par action (BPA) : .....	58
1.6.1.4	Valeur Actuelle Nette (VAN) : .....	59
1.6.1.5	Cash flow return on investment (CFROI): .....	59
1.6.1.6	Valeur ajoutée économique (EVA) : .....	60
1.6.2	Indicateurs de mesure de la valeur boursière : .....	60
1.6.2.1	Valeur ajoutée par le marché (MVA) : .....	61
1.6.2.2	Total shareholder return (TSR) : .....	61
1.6.2.3	Price to Book Ratio (PBR):.....	62
<b>Section 2 : Le coût du capital et sa relation avec la valeur de l'entreprise. ....</b>		<b>64</b>
1.	La notion du coût du capital : .....	64
1.1	Définition du coût du capital : .....	64
1.2	La détermination du coût du capital : .....	65
2.	Estimation du coût du capital : .....	65
2.1	Estimation du coût des fonds propres : .....	66
2.1.1	Par le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) : .....	66
2.1.2	Par le modèle actuariel de Gordon-Shapiro : .....	68
2.2	Estimation du coût des dettes : .....	69
3.	L'effet du coût du capital sur la valeur de l'entreprise : .....	71
<b>Section 3 : Différents modes de financement et leur effet sur la valeur de l'entreprise. ....</b>		<b>73</b>
1.	Les principales sources de financement : .....	73
1.1	Le financement par fonds propres : .....	73
1.1.1	L'autofinancement : .....	73
1.1.2	L'augmentation du capital : .....	75
1.1.2.1	L'apport en numéraire : .....	76
1.1.2.2	L'apport en nature : .....	77
1.1.2.3	L'incorporation de réserves : .....	77
1.1.2.4	La conversion de créances en actions : .....	78

1.1.3	La cession d'éléments d'actifs :.....	78
1.2	Le financement par quasi-fonds propres : .....	78
1.2.1	Les titres participatifs :.....	79
1.2.2	Les prêts participatifs : .....	79
1.2.3	Les subventions d'investissement :.....	79
1.2.4	Les comptes courants bloqués des associés :.....	79
1.3	Le financement par endettement :.....	80
1.3.1	La notion de l'effet de levier : .....	80
1.3.1.1	Définition de l'effet de levier :.....	80
1.3.1.2	Principe de l'effet de levier :.....	80
1.3.2	Les principales formes d'endettement :.....	81
1.3.2.1	Les emprunts bancaires (ou indivis) :.....	81
1.3.2.2	Les emprunts obligataires : .....	83
1.3.2.3	Le crédit-bail (Leasing) : .....	84
1.4	Le financement par ouverture du capital :.....	85
1.4.1	Financement par capital-risque :.....	85
1.4.2	Financement par l'introduction en bourse :.....	86
2.	L'effet des modes de financement sur la valeur de l'entreprise : .....	87
	<b>Conclusion.....</b>	<b>89</b>
	<b>Chapitre III : .....Cas de l'entreprise Electro-Industries comme illustration des développements théoriques .....</b>	<b>91</b>
	<b>Introduction.....</b>	<b>91</b>
	<b>Section 1 : Présentation et organisation de l'entreprise « Electro-Industries ».....</b>	<b>92</b>
1.	Historique d'Electro-Industries :.....	92
2.	Présentation d'Electro-Industries :.....	93
3.	Les grands événements ayant marqué l'Electro-Industries : .....	95
4.	Unités d'Electro-Industries et leurs activités : .....	96
5.	Électro-Industries sur le marché national et international : .....	96
6.	L'organisation de l'entreprise Electro-Industries :.....	98
7.	Présentation du service du déroulement du stage : .....	99
	<b>Section 2 : Analyse de la structure financière de l'entreprise Electro-Industries. ..</b>	<b>100</b>
1.	Présentation des bilans des exercices 2019/2020/2021 :.....	100
1.1	Présentation et analyse des bilans financiers (2019/2020/2021): .....	100

1.1.1	Les emplois des bilans financiers pour les exercices 2019/2020/2021 :...	100
1.1.2	Les ressources des bilans financiers pour les exercices 2019/2020/2021 : .....	102
1.2	Établissement des bilans financiers en grande masse : .....	103
1.2.1	Établissement des bilans financiers en grande masse « partie emplois » :	103
1.2.2	Établissement des bilans financiers en grande masse « partie ressources » : .....	105
2.	Evolution de la structure financière : .....	106
2.1	Calcul de la part de chaque mode de financement d'Électro-Industries : .....	106
2.2	Interprétation de l'évolution de la structure financière entre 2019 et 2021 :....	108
3.	Analyse de la structure financière à travers les équilibres financiers : .....	108
3.1	Calcul des équilibres financiers de l'entreprise : .....	109
3.1.1	Le Fonds de Roulement (FR) : .....	109
3.1.2	Le Besoin en Fonds de Roulement (BFR) : .....	110
3.1.3	La Trésorerie Nette (TN) : .....	112
4.	Analyse de la structure financière par les ratios : .....	112
4.1	Ratios de structure : .....	112
4.1.1	Ratio d'autonomie financière : .....	113
4.1.2	Ratio d'indépendance financière : .....	113
4.1.3	Ratio d'endettement net : .....	114
4.1.4	Ratio de solvabilité : .....	115
4.1.5	Ratio de financement des immobilisations par fonds propres : .....	115
4.1.6	Ratio de financement des immobilisations par capitaux permanents : .....	116
4.2	Ratios de liquidité : .....	116
4.2.1	Ratio de liquidité générale : .....	116
4.2.2	Ratio de liquidité réduite : .....	117
4.2.3	Ratio de liquidité immédiate : .....	117
5.	L'analyse de la capacité d'autofinancement (CAF) de l'entreprise Electro-Industries: 119	
5.1	Calcul de la CAF par la méthode soustractive : .....	119
5.2	Calcul de la CAF par la méthode additive : .....	119
<b>Section 3 : Analyse de la valeur de l'entreprise Electro-Industries. ....</b>		<b>121</b>
1.	Ratios de rentabilité : .....	121
1.1	Rentabilité économique (ROI) : .....	121

1.2	Rentabilité financière (ROE) : .....	122
1.3	Effet de levier : .....	123
2.	Mesure de la valeur de l'entreprise Electro-Industries : .....	123
2.1	Calcul de l'EVA : .....	124
2.2	Calcul de la VAN : .....	127
3.	Analyse des résultats et vérification des hypothèses de recherche au regard de la relation entre la structure financière et la valeur de l'entreprise : .....	129
	<b>Conclusion.....</b>	<b>133</b>
	<b>Conclusion générale .....</b>	<b>135</b>
	Bibliographie.....	139
	Annexes	
	Tables des matières	
	Résumé	

## **Résumé :**

La structure financière d'une entreprise, traduisant l'équilibre entre les dettes et les capitaux propres, joue un rôle déterminant dans le financement de ses activités. Le recours à des ressources internes (autofinancement) ou à des ressources externes (emprunts) façonne cette structure, laquelle influence directement la valeur de l'entreprise en agissant sur le coût du capital, de la rentabilité des investissements ainsi que sur le niveau de risque perçu par les investisseurs.

L'objectif de la structure financière est de créer de la valeur et d'enrichir les actionnaires, à condition que les rendements des projets dépassent les coûts des ressources mobilisées. Selon Modigliani et Miller (1958), en l'absence d'impôts, la structure financière n'a aucun effet sur la valeur de l'entreprise. Toutefois, en 1963, ils révisent leur position en montrant que l'endettement peut accroître la valeur de l'entreprise grâce aux économies fiscales liées aux intérêts. Les théories modernes ont ensuite élargi ces résultats en intégrant les imperfections du marché, confirmant ainsi que le choix de financement n'est pas neutre et qu'il existe une structure financière optimale permettant de maximiser la valeur de l'entreprise.

**Mots clés :** Structure financière ; Valeur de l'entreprise ; Structure financière optimale ; Théorie financière ; EVA.

## **Summary:**

The financial structure of a company, which reflects the balance between debt and equity, plays a crucial role in financing its activities. The use of internal resources (self-financing) or external resources (loans or issuing securities) shapes this structure, which directly influences the company's value by impacting the cost of capital, investment profitability, and the level of risk perceived by investors.

The objective of the financial structure is to create value and enrich shareholders, provided that the returns on projects exceed the costs of the resources mobilized. According to Modigliani and Miller (1958), in the absence of taxes, the financial structure has no effect on the value of the company. However, in 1963, they revised their position, showing that debt can increase the company's value due to the tax savings on interest. Modern theories have subsequently expanded these findings by incorporating market imperfections, thus confirming that the choice of financing is not neutral and that there is an optimal financial structure that maximizes the company's value.

**Key words:** Financial structure ; Firm value ; Optimal capital structure ; Financial theory ;EVA.