



UNIVERSITE MOULOU D MAMMERI DE TIZI-OUZOU



FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES ET DES  
SCIENCES DE GESTION  
DEPARTEMENT DES SCIENCES DE GESTION

**MEMOIRE POUR L'OBTENTION DU DIPLOME  
DE MASTER EN SCIENCES DE GESTION**

Option : Finance d'entreprise.

**THEME :**

**Comprendre l'impact de la structure financière de  
l'entreprise sur sa performance financière.  
Cas de l'Entreprise Nationale des Industries de  
l'Électroménager. « ENIEM »**

**Présenté par :**

**M.DEYA Patrick**

**M.LUBANGA Ezra**

**Sous la Direction de :**

**Mme. MOUSSI Nassima**

**Soutenu publiquement devant le jury composé de**

**Président : M. Achin Mohammed(M/CA)**

**Examinatrice: Mme. FELLAG Dalila, MA/A**

**Promotrice : Mme. MOUSSI Nassima (M/CB)**

**Promotion : 2017**

# Sommaire

Dédicace

Remerciements

**Introduction Générale.....1**

## **Chapitre 1 : FONDEMENTS THEORIQUES DU LIEN ENTRE STRUCTURE FINANCIÈRE ET VALEUR D'ENTREPRISE**

**Introduction.....4**

*Section 1* : L'apport des théories financières traditionnelles .....6

*Section 2* :L'apport des théories financières modernes .....14

*Section 3* : Structure et politique financière de l'entreprise .....25

Conclusion.....30

## **Chapitre 2 : LE LIEN ENTRE LA STRUCTURE FINANCIÈRE ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE DE L'ENTREPRISE.**

**Introduction .....32**

*Section 1* : La structure financière et les indicateurs de la performance .....32

*Section 2*: Le choix de financement entre fonds Propres et Dettes .....46

Conclusion.....67

## **Chapitre 3 : CAS DE L'ENIEM COMME ILLUSTRATION DES DEVELOPEMENTS THÉORIQUES**

Introduction.....68

*Section 1* : Présentation et organisation de l'ENIEM .....69

*Section 2* :L'analyse de la performance financière de l'entreprise cas « ENIEM » ....80

Conclusion.....98

Conclusion générale.....99

Bibliographie.....102

Liste des tableaux .....104

Liste des schemas.....105

Liste des abréviations .....106

Annexe.....107

**Table des matieres.....116**

## Dédicace

A mes très chers parents, que nulle dédicace ne puisse exprimer mes sincères sentiments, pour leur encouragement continu, leur aide, en témoignage de mon profond amour et respects pour leurs grands sacrifices. Je dédie encore ce modeste travail à mes sœurs Patricia et Precious , mon frère Washington sans oublier mes chers amis Blessing Mugwambi, Fatma Fathi ,et tous ceux qui nous sont chers.

Que Dieu continue à leurs accorder bénédiction et longévité.

*DEYA PATRICK*

## Dédicace

A Dieu tous puissant, Je dédie ce travail à mes parents, pour l'amour, l'affection, le réconfort et l'abnégation qu'ils ont montrés à notre égard afin de faire de nous ce que nous sommes aujourd'hui. Aussi à mes frères et mes sœurs, mes grands-parents et tous mes proches. Ainsi mes chers amis qui sans leurs encouragements ce travail n'aura jamais vu le jour.

*LUBANGA EZRA*

# Remerciements

*Nos remerciements s'adressent d'abord à notre créateur, Dieu seigneur qui ne cesse de nous bénir et de répandre abondamment sur nous toute espèce de sagesse et intelligence spirituelle, afin que nous sachions quelle est l'immensité de la richesse et la gloire qu'il réserve à nous ses élus.*

*Nous exprimons notre profonde gratitude à notre promotrice Mme MOUSSI NASSIMA pour avoir accepté d'encadrer ce dit travail du début à la fin malgré ses multiples occupations.*

*Nos remerciements s'adressent également au membres du jury pour leur aimable acceptation d'évaluer ce travail et de participer à notre soutenance*

*Nos sentiments de gratitude s'adressent aussi à tous les personnels et les enseignants de tous les départements de l'Université Mouloud MAMMERY de Tizi-Ouzou qui ont contribué à notre formation durant notre cursus.*

*Nos reconnaissances vont particulièrement à l'ensemble du personnel de l'ENIEM pour le temps qu'il nous a consacré tout au long de notre stage.*

*Enfin, Nous exprimons nos sentiments à tous nos amis, nos camarades qui ont contribué de près ou de loin à l'élaboration de ce travail et tous ceux qui nous ont aidé d'une manière ou d'une autre et dont les noms ne sont pas repris ci haut qu'ils trouvent ici l'expression de notre reconnaissance.*

# Introduction générale

---

## INTRODUCTION GÉNÉRALE

L'entreprise doit définir un objectif très précis, avoir une stratégie appropriée et mettre en place un plan d'action qu'elle permet d'atteindre son objectif sur une période déterminée.

La création de valeur est aujourd'hui une des conditions sine qua non de pérennisation des activités d'une entreprise. Elle repose sur un avantage concurrentiel ou une rente économique. Mais dans tous les cas, l'entreprise doit disposer d'une structure financière optimale susceptible de garantir sa solvabilité et sa rentabilité. L'appréciation de la structure financière à la lumière des diverses formes de performances souhaitées s'avère impérieuse pour maintenir l'équilibre du système. Ainsi, notre préoccupation est de nous interroger sur les performances d'une entreprise, ses moyens financiers, matériels et de technicité appropriés pour mener à bien sa mission.

Depuis que l'environnement est marqué par l'ouverture de l'économie nationale à la compétition internationale, l'amélioration des performances des entreprises aussi bien sur les plans techniques et organisationnels que sur le plan financier est inéluctable. Dans ce cadre, le marché boursier est à même de constituer une source de financement complémentaire sinon une alternative permettant aux entreprises de répondre à leurs besoins financiers, de s'insérer dans un processus de développement et de modernisation et de faire face à la concurrence internationale.

Ainsi, si l'on tient compte de la rentabilité requise par les apporteurs de fonds propres et du coût de la dette, une structure de financement optimale serait celle qui permet aux actionnaires de maximiser la valeur de leurs fonds propres compte tenu du risque financier lié à l'endettement. Pour fonctionner efficacement et assurer sa pérennité toute organisation nécessite une remise en question permanente de sa gestion tant matérielle que financière. Le choix d'une politique de financement a une incidence sur la structure de capital de l'entreprise.

L'entreprise généralement a deux grand choix. Le premier se situe au niveau du choix entre les différentes sources de financement à savoir : l'autofinancement, l'endettement et l'augmentation du capital. Le second, se situe au niveau du choix de la meilleure combinaison entre fonds propres et endettement. Face à cette situation, les entreprises cherchent à déterminer la meilleure stratégie de financement. Devrait-elle émettre d'autres actions ou emprunter ?

L'analyse de la structure financière d'une entreprise a pour objectif de porter un diagnostic sur la santé financière de cette dernière en examinant son équilibre financier, son aptitude à faire face à ses engagements à court et à long terme et par conséquent, sur la performance financière de l'entreprise.

# Introduction générale

---

## Problématique

L'étude de la performance financière d'entreprise implique une maîtrise constante de ses sources de financement pour son équilibre financier.

L'effet de levier mesure la relation entre le capital apporté par les créanciers et le capital apporté par les propriétaires. Le ratio de levier varie d'une entreprise à l'autre, il expliquera pourquoi certaines sociétés ont un ratio dette / capitaux plus élevé et pourquoi certaines ont un taux inférieur.

La recherche de l'équilibre financier de l'entreprise se fait avec un souci permanent d'amélioration constante de la performance financière de l'entreprise. Cette performance financière une fois maximisée répondra au besoin poursuivi par la théorie financière néoclassique à savoir, la maximisation à long terme de bénéfice des actionnaires. Ainsi, nous posons les questions suivantes :

### **L'entreprise a-t-elle une structure financière équilibrée pour piloter sa performance ?**

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

- Comment évaluer la performance financière d'une société à travers la structure financière ?
- Existe-t-il une structure financière optimale ?
- Quels sont les déterminants du choix d'une structure financière ?

## Objectif

L'objectif visé dans cette étude est d'apprécier la structure financière de « L'ENIEM » afin de porter un jugement sur sa performance financière pendant la période retenue, et de déterminer la structure financière optimale qui permet de minimiser le coût du capital et maximiser la performance financière de l'entreprise.

## Choix et intérêts du thème

Le choix de ce sujet est justifié dans le sens où il permet de dégager les différentes informations pertinentes pour apprécier la performance financière d'une entreprise nécessaire à la survie de l'outil d'exploitation et surtout à l'orientation vers des perspectives d'avenir.

En correspondant du thème avec notre spécialité (Finance d'entreprise), l'intérêt de ce sujet est de saisir de cette opportunité de rédiger un travail de fin de cycle, tout en orientant notre savoir-faire dans le champ de l'équilibre financier dans une entreprise.

# Introduction générale

---

## Hypothèse de recherche

L'hypothèse tend à formuler une relation entre des faits significatifs même plus ou moins précis. C'est donc une proposition de réponse à la question posée, elle aide à sélectionner les faits observés, les interpréter, c'est-à-dire de leur donner une signification. Ainsi, en vue de répondre aux questions que nous nous sommes posés au niveau de la problématique, nous avons formulé les hypothèses suivantes :

**H<sub>1</sub>** : Un choix entre Fonds Propres et dettes a une influence sur la performance financière de l'ENIEM et pourrait remédier aux obstacles qui empêchent la rentabilité et la pérennité de l'entreprise.

**H<sub>2</sub>** : La structure financière de L'ENIEM entrainerait un fort Besoin en fonds de Roulement qui n'est pas sans incidence sur la performance financière.

## Méthodologie

La méthodologie est la séquence logique des opérations élémentaires appliquées à l'objet d'étude.

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

-Recherche Théorique : basée sur la consultation documentaire.

-Recherche Empirique : nous a permis de collecter et d'interpréter les données quantitatives contenues dans les états financiers de l'entreprise mis à notre disposition.

## Délimitation du sujet

Notre recherche est délimitée clairement dans sa portée spatiale comme dans sa portée temporaire. En effet, elle se borne à la structure financière et son incidence sur la performance financière d'une entreprise ENIEM en ville d'Oued Aissi. Elle repose sur les données relatives à ses états financiers notamment les bilans et les tableaux de formation de résultat (TFR) d'une période allant de 2013 à 2015. Nous estimons qu'avec ces trois ans, nous pouvons dire oui ou non si cette entreprise est performante.

## Structuration de notre travail de recherche

Ce travail est composé de trois chapitres. Le premier chapitre traite sur Fondements théoriques du lien entre structure financière et valeur d'entreprise. Le deuxième chapitre traitant des généralités sur la structure financière et la performance financière. Le troisième chapitre abordera l'analyse de la structure financière de l'entreprise ENIEM et son incidence sur la performance financière.

## Difficultés rencontrées lors de la recherche

Au cours de nos travaux, nous avons rencontrés un certain nombre de difficultés liées essentiellement ; aux manques de bases des données, aux difficultés de rencontrer des clients représentatifs, et à la lenteur administrative due aux procédures internes pour la prise de rendez-vous.

## **CHAPITRE 1 : FONDEMENTS THEORIQUES DU LIEN ENTRE STRUCTURE FINANCIÈRE ET VALEUR D'ENTREPRISE**

### **Introduction :**

Il n'est pas dans notre propos, ni de faire une recension complète et nécessairement superficielle des différents modèles financiers appliqués à la finance d'entreprise, ni de décrire par le détail les principaux modèles ou d'inventorier les résultats des multiples études empiriques qui ont été effectuées, notamment aux États-Unis<sup>1</sup>. Notre objectif dans ce chapitre consiste à décrire les principales évolutions du raisonnement financier, afin de mettre en évidence les modifications de perspective et la complexification croissante de la théorie.

La décision de financement est l'une des principales décisions financières de l'entreprise. Avoir une structure du capital adéquate peut améliorer la performance de l'entreprise et par conséquent, créer de la valeur. La théorie financière a identifié plusieurs objectifs pour l'entreprise à savoir : la pérennité de l'entreprise, l'accroissement du chiffre d'affaires ou de la part de marché et la minimisation des coûts. Mais dans les dernières décennies, l'attention a été portée sur l'objectif le plus fondamental à savoir la maximisation de la richesse des actionnaires et par conséquent, la création de la valeur.

Pour réaliser alors cet objectif, il était question d'assurer une bonne prise des différentes décisions financières au sein de l'entreprise telles que : la décision d'investissement, la décision de financement et la décision de distribution de dividendes. Dans le cadre de la décision de financement, l'entreprise est amenée généralement à utiliser une combinaison de ressources financières : des fonds propres à l'entreprise, des apports en capitaux et de l'emprunt lors d'une insuffisance de couverture des dépenses d'investissement. Elle est amenée ainsi à déterminer la structure financière optimale qui minimise le coût du capital et maximise la valeur de l'entreprise.

Cependant, la détermination de la valeur d'entreprise n'est plus une simple addition d'éléments juxtaposés mais elle exprime à la fois le résultat des décisions qui ont été prises et la façon dont ce résultat est perçu par les intervenants sur le marché financier.

Cette novation dans l'estimation de la valeur de l'entreprise a mis l'accent sur le problème de la performance de l'entreprise à travers l'évaluation de la pertinence de la prise des décisions financières qu'elle doit effectuer. Ces décisions doivent concourir à l'atteinte de l'objectif fondamental de chaque firme à savoir la maximisation de sa valeur et par conséquent, la création de valeur. Cette création de valeur peut être déterminée, dans la théorie financière, par plusieurs indicateurs de mesure.

---

1.KA.ATaggart, model of corporate financing decisions. Journal of Finance 32, 1977. pp. 77-79

Les plus courants sont : Le rendement des actifs (ROA), Le rendement des investissements (ROI), Le rendement des capitaux propres (ROE), Le bénéfice par action (BPA) et Le Price earnings ratio (PER).

Cependant, plusieurs auteurs, affirment que ces indicateurs montrent une insuffisance de mesure et offre une vision limitative. Ils voient aussi qu'aucun moyen de mesure des performances de l'entreprise n'est exhaustif et bien corrélé avec sa valeur boursière et que ces mesures assises sur les bénéfices s'attachent, en général, à la gestion du compte de résultat et négligent le montant et le rythme réel des cash flows.

C'est pour cette raison que l'intérêt est porté à la nécessité de disposer des nouveaux instruments de mesure permettant de comprendre le processus de création de richesse des entreprises.

Il s'agit bien des indicateurs de la création de valeur de marché (Market Value Added) et de la création de valeur économique (EVA : Economic Value Added).

L'objectif de ce chapitre est de faire une synthèse de la **littérature théorique et empirique** sur la structure de capital. Le point de départ est l'article de Modigliani et Miller (1958) qu'on va aborder dans la première section.

Dans la seconde section on va se focaliser sur les théories modernes et enfin dans la troisième section on traitera de la politique et structure financière et la création de la valeur.

## **Section 1 : L'apport des théories financières traditionnelles**

L'objectif de la présente section est d'indiquer les principales caractéristiques de la théorie financière traditionnelles. Ainsi elle traite des différentes théories de l'entreprise.

### **1 - La théorie de Modigliani et Miller avec ou sans fiscalité.**

En 1958, Franco Modigliani et Merton Miller ont démontré, dans un monde sans impôt et sans coût de transaction, que la valeur de l'actif économique était indépendante de la façon dont cet actif économique était financé entre dettes et capitaux propres.

Ce théorème a été modifié une première fois en 1963 par l'intégration de la fiscalité des entreprises. Dans ce cadre, Franco Modigliani et Merton Miller ont démontré que la valeur de l'actif économique de l'entreprise endettée est égale à la valeur de l'actif économique d'une entreprise non endettée majorée de la valeur actuelle de l'économie d'impôt lié à la déductibilité fiscale des intérêts de la dette.

La remise en cause de l'hypothèse d'absence de taxation des bénéficiaires, a conduit Modigliani et Miller à affirmer que la structure financière n'est plus neutre. La valeur d'une entreprise endettée sera toujours supérieure à celle d'une entreprise non endettée. La première aura l'avantage de déduire les charges financières liées à l'endettement de son résultat imposable et de ce fait, tirer profits des économies d'impôts qui en découlent. De plus, l'endettement était alors source de création de valeur. A la suite de ces travaux, de nombreux auteurs ont mis en évidence que l'excès d'endettement conduisait à la fragilisation de la firme et augmentait la probabilité de défaillance de la firme, elle-même génératrice de coûts.

En 1977, Merton Miller a produit un troisième article qui intègre cette fois-ci, non seulement la fiscalité des entreprises, mais aussi la fiscalité des particuliers et des investisseurs dans leur raisonnement.

Dans ce cadre, il montre que la prise en compte de ces deux fiscalités produit les mêmes conclusions que celles de 1958, à savoir que la façon de financer un actif économique entre les dettes et capitaux propres n'a pas d'influence sur la valeur de cet actif économique. D'un point de vue financier, l'objectif d'une entreprise est de créer de la valeur, c'est-à-dire d'être capable de réaliser un investissement dont le taux de rentabilité dégagé est supérieur au taux de rentabilité exigé compte tenu du risque.

De nombreuses études se sont penchées sur le sujet du financement des entreprises : faut-il privilégier comme source de financement l'endettement ou les fonds propres ? Existe-t-il une répartition optimale entre ces deux sources ?

Modigliani et Miller ont répondu à la question, d'abord dans le cadre d'un **marché parfait**, Puis **en tenant compte de la fiscalité**. Enfin, les théories de l'agence et du signal sont venues compléter ces analyses.<sup>2</sup>

Les entreprises satisfont leurs besoins financiers soit en réinvestissant leurs bénéfices, soit en faisant appel à des sources de financement externes.

Lorsqu'une entreprise lève des capitaux auprès d'investisseurs externes, elle choisit le type de titres financiers qui sont émis. En général, les entreprises choisissent de se financer par un mélange de capitaux propres (actions) et de dettes (créances).

Cette théorie repose principalement sur les hypothèses suivantes.

- Les marchés financiers opèrent sans aucun coût de transactions.
- Les particuliers et les entreprises peuvent emprunter au même taux donc ils peuvent prendre les mêmes décisions financières.
- Les coûts de faillites sont nuls.
- Il n'y a pas d'asymétrie d'information entre les agents.
- Absence des conflits d'intérêts.
- Et pas de taxes.

### **1-1- La théorie de Modigliani et Miller en l'absence d'impôt**

Considérons un paradis fiscal où les particuliers et les entreprises pourraient emprunter ou prêter à un taux d'intérêt unique.<sup>3</sup> Autrement dit, dans une économie où il n'y a pas d'impôt ; 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.**

---

<sup>2</sup> Modigliani et Miller <Taxe and the cost of capital> American economic review, 1963, Pg 64

<sup>3</sup> Georges Langlois et Michelle mollet <manuel de gestion financière, Edition Berti, Alger, 2011, P299

- Proposition 1 : *La neutralité de la structure de financement* ; Cette proposition de Miller et Modigliani (ou propriétaire de la neutralité) énonce que la valeur marchande  $V_e$  d'une entreprise endettée est égale à la valeur  $V_n$  de la même entreprise supposée non endettée.

$$V_e = V_n$$

Avec ;

$V_e$  – valeur de l'entreprise endettée.

$V_n$  –valeur de l'entreprise non endettée.

- Proposition 2 : *Le rendement de capital et le rendement de capitaux propres* ; Cette proposition de Modigliani et Miller est que le rendement prévu des capitaux propres d'une entreprise endettée augmente proportionnellement au ratio de dette rapportée aux capitaux propres.

**a** - Taux de rendement des actifs économique : Désignons le taux de rendement des actifs économiques par  $r_A$  et le taux de rendement des capitaux propres par  $r_C$ , alors en l'absence d'impôt, le taux de rendement d'actif économique est égale à<sup>4</sup>

$$r_A = r_C (C/C+D) + r_D (D/C+D)$$

Avec ;

$r_A$  : rendement des actifs économiques.

$r_C$  : rendement des capitaux propres.

$r_D$  : rendement des dettes.

D : dettes.

C : capitaux propres.

Le taux de rendement moyen pondéré du capital est égal au taux de rendement des actifs économiques. **Il est donc indépendant de la structure de financement.**

**b** - Rendement des capitaux propres : selon MM en l'absence d'impôt :

Le taux de rendement prévu des capitaux propres s'accroît avec le ratio d'endettement. Il comprend une prime de risque  $[(r_A - r_D) D/C]$ , donc le rendement de capitaux propres est égal à :

---

<sup>4</sup> Georges Langlois et Michelle mollet, op.cit, P299

$$r_C = r_A + (r_A - r_D) D/C$$

Avec ;

$r_C$  : rendement des capitaux propres.

$r_A$  : rendement des actifs économiques.

$r_D$  : rendement des dettes.

$D$  : dette.

$C$  : capitaux propres.

$D/C$  : ratio de dette rapportée aux capitaux propres.

Dans une entreprise non endettée, et donc entièrement financée par des capitaux propres, le taux de rendement  $r_A$  des actifs économiques est égal au taux de rendement  $r_C$  des capitaux propres.<sup>5</sup>

**12 - Théories de Modigliani et Miller en présence d'imposition :** La proposition 1 est reformulée : la valeur marchande  $V_E$  de l'entreprise endettée est égale à la valeur  $V_N$  de l'entreprise non endettée majorée du produit de la dette  $D$  par le taux d'impôt.

L'économie d'impôt ristournée à l'entreprise par l'Etat profite intégralement à l'entrepreneur puisque les créanciers reçoivent le même intérêt quel que soit l'imposition de l'entreprise. La richesse de l'entrepreneur s'accroît donc avec le montant de la dette.

$$V_E = V_N + D * t$$

Avec ;

$V_E$ : Valeur de l'entreprise endettée.

$V_N$  : Valeur de l'entreprise non endettée.

$D$  : Dettes.

$t$  : taux d'imposition.

**a - Coût des capitaux propres :** Le taux de rendement requis des capitaux propres de l'entreprise endettée peut être déterminé en fonction du taux de rendement après impôt  $r_a$ , requis des actifs économiques de l'entreprise non endettée ou ce qui revient au même en fonction du coût des capitaux propres de l'entreprise non endettée.

---

<sup>5</sup> Georges Langlois et michelle mollet Op.cit, p.300

$$r_C = r_A + (1-t) (r_A - r_D) D/C$$

b - Coûts moyen pondéré des capitaux : D'après Modigliani et Miller (1958), le coût du capital est calculé par le coût moyen pondéré du capital (CMPC) ou Weighted Average Cost of Capital (WACC). Les auteurs analysent l'impact du choix d'une structure financière sur la valeur d'une entreprise dans le cadre d'un marché parfait des capitaux, sans frais de transaction et sans impôt et avec une politique d'investissement fixée.

- Sous ces hypothèses, le CMPC est égal à la moyenne des coûts de chaque source de financement pondérée par leur poids respectif dans la structure financière.

$$C M P C = k_{cp} (CP/D + CP) + k_d (D/D + CP)$$

Avec ;

$k_{cp}$ : le coût ou la rentabilité exigée sur les capitaux propres,

$K$  : le coût ou la rentabilité exigée sur l'endettement.

$(CP/D + CP)$  et  $(D/D + CP)$  représentent respectivement le poids des capitaux propres et de la dette dans la structure financière.

Certaines des hypothèses retenues par Modigliani et Miller (1958) dans leur première proposition sont abandonnées et le coût moyen pondéré du capital est reformulé afin de tenir compte des ajustements. En présence d'un impôt sur les sociétés (IBS), le CMPC ajusté devient :

$$k = r_C (C/C+D) + r_D (1-t)D/C+D$$

**La  $V_E$  d'une entreprise endettée est égale à la valeur des flux nets d'exploitation après impôt actualisée au taux d'actualisation.**

Le coût de la dette calculé après impôts tient compte de la déductibilité des charges financières et donc de l'économie d'impôt qui en résulte. La fiscalité met en évidence les effets de la politique d'endettement sur la valorisation de l'entreprise. D'autres ajustements sont requis dans l'évaluation du coût du capital avec notamment la prise en compte des coûts de faillite. Si l'endettement procure un avantage fiscal, les entreprises devraient avoir recours à des taux d'endettement les plus élevés possibles.

### **1-2-1 - La logique de Modigliani et Miller relative à la politique de distribution de dividendes.**

La théorie de Modigliani et Miller est basée sur les hypothèses suivantes :

- Les marchés des capitaux sont efficaces: l'information est disponible et gratuite pour tous les investisseurs.
- Il n'y a ni imposition, ni coût de transactions, ni frais d'émission.
- Les investisseurs sont rationnels (donc indifférents entre un gain en capital et un gain en dividendes)
- La politique d'investissement de la firme est donnée et invariable.
- L'environnement est certain, c'est à dire qu'aussi bien les programmes d'investissement, que les bénéfices futurs sont connus d'avance. Il y a donc, absence de tout risque économique ou financier.

**La logique du modèle :** L'argument central de la démonstration de Modigliani et Miller est qu'au moment où la firme prend la décision d'investir, elle doit également décider soit de conserver ses bénéfices, soit de payer des dividendes, et par conséquent, d'augmenter son capital en émettant de nouvelles actions, d'un montant égal aux dividendes distribués, afin de pouvoir financer ses investissements.

En d'autres termes, Modigliani et Miller pensent que la diminution du prix de l'action sur le marché, due au recours au financement externe, est totalement compensée par l'augmentation de ce même prix suite au paiement du dividende.

Par conséquent, l'actionnaire serait totalement indifférent entre la distribution de dividendes ou la rétention des bénéfices.<sup>6</sup>

Modigliani et Miller concluent **que la valeur de la firme est bien indépendante de sa décision de distribution de dividendes** sur cette même période. Mais ils poussent plus loin encore leur raisonnement, et finissent par trouver que la valeur de la firme n'est en fait affectée ni par le dividende de l'année considérée, ni par les décisions relatives aux dividendes futurs.

Ainsi, Modigliani et Miller, parviennent à prouver que la valeur de la firme ne dépend que de ses bénéfices et de ses investissements, et qu'elle est tout à fait indépendante de sa politique de distribution.

### **1-2-2- Critique du modèle de M.M.(1961)**

Certains critiques pensent que le résultat de neutralité de la politique des dividendes obtenu par Modigliani et Miller découle directement de leur hypothèse **d'environnement certain**. Selon eux, le cadre incertain des marchés réels fait que les actionnaires ne soient pas du tout indifférents entre des gains en capital et des gains en dividendes : étant par nature averses au risque, ils préfèrent obligatoirement les dividendes.

La seconde critique qui a été essentiellement faite à Modigliani et Miller est reliée au problème d'incertitude et à la préférence qu'ont les investisseurs pour les gains en dividendes. Se basant sur la théorie de la signalisation, plusieurs chercheurs affirment que les dividendes représentent un vecteur d'informations. Cet argument suppose que les dividendes ont un effet positif sur le prix de l'action, donc sur la valeur de la firme, parce qu'ils donnent aux investisseurs une information sur la **capacité bénéficiaire de l'entreprise**.

---

<sup>6</sup> Ahlem YAAKOUBI et Olfa Riahi « Les déterminants de la structure de capital » mémoire de fin d'études, Université de la Manouba, 2007, p.47

**1-3 - L'école traditionnelle** : Cette école affirme que les actionnaires préfèrent les dividendes aux gains en capital. Ainsi Gordon part du fait que les investisseurs sont en général averses au risque, pour dire qu'un dividende reçu maintenant, est moins risqué qu'un gain en capital appelé à être perçu dans le futur.<sup>7</sup>

Cette préférence, implique que plus l'entreprise distribue des dividendes, plus elle fait augmenter sa valeur boursière.

Selon les partisans de l'école traditionnelle, la politique de dividendes optimale est fonction d'une part des opportunités d'investissement de la firme et d'autre part, de la préférence des actionnaires pour les dividendes, deux soucis qui s'avèrent souvent inconciliables.

- Etant donné que l'augmentation de capital par émission d'actions nouvelles est une opération plus coûteuse que l'incorporation de réserves et étant donné par ailleurs, que les gains en capitaux (plus-values) sont dans la plupart des pays imposés à un taux moins élevé que les dividendes, les actionnaires en tant que propriétaires de la firme ne peuvent que préférer appliquer un taux de rétention élevé sur les bénéfices pour disposer des financements nécessaires à leurs projets d'investissement ;
- Cependant, d'un autre côté, ces mêmes actionnaires en tant qu'investisseurs averses au risque préfèrent recevoir des gains immédiats en dividendes plutôt que d'avoir à patienter pour percevoir d'éventuels gains en capitaux.

La **solution à ce dilemme** consiste pour la firme à sélectionner des projets qui soient suffisamment rentables pour faire renoncer les actionnaires à leur préférence pour les dividendes et ce, en leur offrant des gains en capitaux qui compensent leur aversion pour le risque. En pratique, cette solution se traduit par la détermination du taux de rétention optimal à appliquer sur les bénéfices de telle sorte à maximiser la richesse des actionnaires.

Modigliani et Miller montrent que les actionnaires sont indifférents à l'égard de la politique de dividendes adoptée par la société dans un marché parfait, lorsque les dividendes sont imposés au même taux que les plus-values. Néanmoins, lorsque les dividendes sont imposés à un taux supérieur à celui des plus-values, ils estiment qu'il est préférable pour la société de racheter ses actions au lieu de distribuer des dividendes.

Selon Modigliani et Miller, l'augmentation du dividende est une bonne nouvelle pour l'évolution des bénéfices futurs de la société. Elle informe le marché d'une hausse en moyenne des résultats anticipés par rapport à l'année précédente. Si cette information n'est pas anticipée par le marché, l'annonce conduit à une hausse des cours.

---

<sup>7</sup> G. CHARREAUX « Les mesures de la création de valeur : fondements théoriques et limites », *Revue Echanges*, N° 150, Décembre 1998, 50-53.

## Section 2 : L'apport des théories financières modernes à la stratégie financière

L'objectif de la section est d'indiquer les principales caractéristiques de la théorie financière modernes. Ainsi, elle traite des différentes théories de l'entreprise.

### 1 - Principe de la théorie financière modernes

La structure financière constitue un problème central de la théorie financière. En effet, la détermination de cette structure constitue une des décisions les plus difficiles à prendre par les dirigeants de l'entreprise.

Plusieurs chercheurs se sont intéressés à ce sujet et les pionniers dans ce domaine sont Modigliani et Miller depuis 1958. Ces deux auteurs se sont situés dans un monde parfait et ont montré que la valeur de l'entreprise est indépendante de sa structure financière.

L'article de Jensen et Meckling (1976) peut être considéré comme le premier article d'importance remettant véritablement en cause le référentiel établi par Modigliani et Miller pour analyser la politique financière ; on peut même prétendre qu'il constitue un nouveau référentiel. Le cadre établi par Modigliani et Miller restait très sommaire, même si on tient compte des avancées liées aux modèles d'évaluation du risque successifs.<sup>8</sup>

La structure optimale de financement, notamment, s'obtient par arbitrage entre les coûts d'agence associés au financement par fonds propres externes et ceux liés à l'endettement ; l'optimum correspond à la minimisation des coûts d'agence totaux<sup>9</sup>.

**1-1- La théorie de l'agence :** Elle s'intéresse à la mise en place de contrats bilatéraux destinés à résoudre de nombreux problèmes de coordination entre un individu (principal ou mandant) et un autre (agent ou mandataire) lorsque :<sup>10</sup>

- L'agent a la possibilité de choisir un comportement parmi plusieurs possibilités.
- L'action de l'agent affecte le bien être des deux parties.
- Les actions prises par l'agent sont difficilement observables par le principal.

Ce problème a engendré deux catégories de travaux :

- **La théorie positive de l'agence :** Elle se consacre à l'analyse des mécanismes réellement mis en place par les agents économiques lorsqu'ils sont confrontés à des relations d'agence.
- **La théorie normative :** C'est une branche de la théorie économique en information parfaite.

---

<sup>8</sup> S.C Myers, « Determinants of Corporate borrowing », Journal of Financial Economics 5. 1977, pg 47-49.

<sup>9</sup> Michel Diabelet, Laurent IZARD, Michel SCARAMUZZA, « l'essentiel sur le management », Edition, Berti, 2007 Pg, 211

<sup>10</sup> M. Jensen et N Meckling « The theory of the firm: managerial behaviour agency costs and ownership structure » Journal of Financial Economics, 1976, Pg 21

Elle analyse la nature des contrats optimaux entre individus disposant des stocks d'information et de préférence différentes. Il existe de multitude de problème d'agence à l'intérieur de l'entreprise entre les dirigeants et les employés, les dirigeants et les fournisseurs...etc.

Deux problèmes de la théorie de l'agence doivent être soulignée, à savoir les conflits découlant de la relation entre anciens actionnaires et nouveaux actionnaires et dirigeants, et les conflits entre actionnaires – dirigeants et créanciers.

Une des hypothèses de MM est que les dirigeants agissent dans le meilleur intérêt des actionnaires. Toutefois, dans la réalité, chaque agent essaye de maximiser ses objectifs personnels. En effet, dans la mesure où les dirigeants ne sont pas simultanément des actionnaires, ils cherchent à maximiser leur rémunération salariale compte tenu du maintien de leur emploi.

Les actionnaires de leur côté, cherchent à maximiser le rendement de leurs titres compte tenu du risque supporté. Comme la rémunération du dirigeant est prélevée des avoirs des actionnaires et diminue la valeur de l'entreprise, alors elle crée un conflit entre les deux parties.

De même, lorsque le dirigeant a comme préoccupation le maintien de son emploi, il existe un second type de conflit d'intérêt par le moyen du non maximisation.

En effet, le dirigeant opte pour des projets peu risqués et assurant un niveau de rendement satisfaisant aux actionnaires au détriment de choisir des projets risqués et à flux monétaires élevés.

Si le pire état de la nature se produit, dans le cas d'un projet risqué, les flux monétaires seront faibles ce qui baissera partiellement la valeur de l'entreprise. Ainsi, plus le projet est important, plus son échec entraîne la mise à pied du dirigeant. Si les actionnaires interviennent dans la prise de décision grâce à leur droit de vote, les créanciers n'ont aucun droit sur la gestion de l'entreprise.

L'observabilité des efforts des actionnaires n'est pas parfaite, d'autant plus qu'aucun contrat ne permet de spécifier l'intégralité des obligations à la charge des actionnaires. La politique d'investissement est déterminée par les actionnaires qui peuvent la modifier à tout instant. La présence des obligataires ne change pas le comportement des actionnaires et peut entraîner des modifications de la politique d'investissement de l'entreprise.

Ces modifications sont à deux :

**1-2- La Substitution d'actifs ou de projets :** Les actifs ou les projets à forte variance sont substitués à des actifs de faible variance. Les créanciers se basent sur un certain niveau de risque pour déterminer le coût de la dette.

Les actionnaires peuvent, une fois le financement est obtenu, changer de politique d'investissement et opter pour des projets à risque plus élevé afin d'augmenter leur richesse : il y a un transfert d'une partie de la valeur de l'entreprise qui appartient aux obligataires.

Dans ce cas, la qualité des titres de créance est révisée à la baisse puisque le risque du projet réellement entrepris est plus élevé et n'est pas compensé en termes de rendement.

Les actionnaires compensent ce risque plus élevé par la possibilité de faire un gain plus substantiel, ce qui augmentera la valeur de leur action et diminue la valeur des titres de créances (dette) : il y a donc transfert de richesse des obligations vers les actionnaires.

Si les actionnaires augmentent la variance des flux monétaires tout en conservant la même moyenne, ils augmentent la valeur de l'entreprise (de leurs actions) et diminuent la valeur de leur dette.

Les obligataires ne peuvent obtenir que le paiement des amortissements et des intérêts. Si les flux générés sont insuffisants, ils ne seront payés que partiellement. Ils constatent une augmentation du risque de leur créance qui n'est pas compensée en matière de taux d'intérêt.

**1-3- Le sous-investissement :** Myers (1977) avance que le dirigeant pourra agir pour le compte des actionnaires et empêche que les répercussions financières positives de certains projets ne reviennent dans les mains des créanciers.

Il évitera ainsi d'entreprendre certains projets qui augmenteront la valeur des créances et attribuent aux obligataires un certain gain en priorité. Ceci est vérifiable lorsque l'entreprise est fortement endettée. Cette politique d'investissement sous optimale engendre une baisse de la valeur de l'entreprise.

Myers a développé la notion d'opportunité d'investissement, il définit la valeur de l'entreprise comme la somme de deux composantes : la valeur des actifs déjà mis en place et la valeur des opportunités d'investissement qui est associée à la probabilité d'être exercée par les dirigeants (l'entreprise pourra entreprendre ou non ces opportunités).

Il suggère que les actifs dont la valeur n'est pas fonction des investissements futurs discrétionnaires doivent être financés par dette afin de profiter de la déductibilité des charges financières étant donné que les actionnaires connaissent avec certitude les flux générés par ces actifs et ne cherchent qu'à maximiser leur valeur.

Par contre, les actifs dont la valeur dépend directement des opportunités des investissements futurs, leur valeur n'est pas connue avec certitude et doivent être financé par capital action.

Ces modifications engendrent des coûts d'agence. Jensen et Meckling (1976) relèvent trois types de coûts d'agence liés à l'endettement :

- Les pertes résultant des changements de décision d'investissement suite à l'arrivée des obligataires.
- Les dépenses de contrôle et d'autodiscipline engagés par les parties.
- Les coûts de faillite ou de réorganisation : Si la valeur de l'entreprise est diminuée par ses actionnaires, cette perte de valeur constitue le premier type de coût d'agence.

Les obligataires ne sont pas dupes c'est à dire anticiperont la possibilité d'un tel comportement de la part des actionnaires. Afin de se protéger, ils intègrent des mécanismes de contrôle dans le contrat de prêt : plusieurs coûts sont engendrés par ce mécanisme. Suite à ceci, les actionnaires seront prêts à entreprendre des activités de discipline pour montrer aux obligataires qu'ils n'agissent pas à l'encontre de leur intérêt.

Un autre coût causé par les mécanismes de contrôle et d'autodiscipline est associé à la production des états financiers trimestriels exigés par les obligataires.

## **2 - La théorie des coûts de transaction (williamson-1988):**

Bien que la théorie des coûts de transaction possède un certain nombre de similitudes avec la théorie de l'agence, l'analyse de la politique de financement proposée par Williamson conduit à une conception très différente de la décision de financement.<sup>11</sup>

S'appuyant sur le cadre traditionnel de la théorie des coûts de transaction, Williamson analyse la décision de financement comme une transaction particulière où le degré de spécificité de l'actif financé joue un rôle central.

La dette ou les fonds propres ne sont plus considérés comme des instruments financiers et analysés en fonction de leurs coûts d'agence respectifs.

Elle se veut d'une portée plus générale que celle de la théorie de l'agence dans la mesure où elle ne se réduit pas aux seules relations d'agence.

Elle est une théorie de contrats et des organisations entre agents économiques et procurant un intérêt mutuel à coopérer.

---

<sup>11</sup> O.E Williamson «Corporate finance and corporate governance» Journal of Finance, V 43 (3), 1988, pp 567-569.

La problématique de la théorie de coûts de transaction a été soulevée la première fois par Coasse (1937) puis développée par Williamson (1988). Ce dernier définit les coûts de transaction comme étant l'ensemble de coûts spécifiquement liés à la gestion de la face à face entre deux agents économiques intégrant les coûts d'élaboration des contrats, de suivi, d'exécution et du contrôle.

Il montre que la différence majeure entre la théorie de l'agence et la théorie des coûts de transaction réside dans ce qu'on appelle l'étude de l'analyse élémentaire.

Pour les tenants de la théorie de l'agence, l'unité d'analyse élémentaire est l'agent individuel qui propose des mécanismes contractuels afin de résoudre à son avantage les conflits d'intérêt. Pour les tenants de la théorie de coûts de transaction, l'unité d'analyse élémentaire est la transaction elle-même.

Une autre rupture entre Williamson et les adeptes de la théorie d'agence est que le premier postule que les individus sont moins rationnels. Les agents sont incapables de mettre au point un contrat prévoyant les comportements des deux parties.

C'est la raison pour laquelle les agents économiques instaurent un mécanisme de direction dont l'objectif est de définir les actions à adopter dans le cas d'un individu non prévu par le contrat.

Alors que la théorie de l'agence met en place un dispositif contractuel ex-ante pour évaluer les conséquences de divergence d'intérêt, la théorie des coûts de transaction permet la mise en place d'un dispositif contractuel destiné à fonctionner ex-post<sup>12</sup>.

En d'autres termes, en cas de mal adoption d'un système, des mesures adéquates seront mises en place sans aucune personne ne puisse détourner à son profit les effets pécuniaires de ces mesures.

C'est l'essence de la théorie des coûts de transaction. Williamson (1988) a transposé la théorie des coûts de transaction au financement désinvestissements. Il a considéré que la spécificité de l'actif constitue un choix déterminant de la structure financière.

En effet, la spécificité des coûts de transaction est un générateur de coût de transaction élevé puisque la valeur d'échange de l'actif est réduite et il est rattaché à l'entreprise et à la transaction qui l'implique. Autrement dit, l'actif spécifique ne peut pas être affecté à d'autres usages sans perte de valeur significative.

---

<sup>12</sup> Michel Diable, Laurent IZARD, Michel SCARAMUZZA, Op.cit, Pg 23

Williamson a développé quatre types de spécificité d'actifs :

-**Spécificité de site** : Elle tient à leur implantation géographique puisqu'il ne peut pas être déplacé sans supporter des coûts élevés.

-**Spécificité de destination** : Elle correspond à l'affectation de certains actifs à un usage précis ou à un partenaire exclusif.

-**Spécificité d'actifs physiques** : Elle concerne des investissements en équipements et machines spéciales de l'entreprise .

-**Spécificité d'actif humain** : Elle correspond à des investissements en capital humain exigé par une entreprise et qui ne sont pas utiles pour d'autres emplois.

La théorie des coûts de transaction cherche à opérationnaliser les activités afin d'améliorer l'efficacité des entreprises. Le choix d'organiser les transactions dépend des coûts liés.

En effet, c'est le marché qui gère naturellement les relations entre les entreprises mais il peut s'avérer dans certains cas que ces transactions soient coûteuses lorsque le marché en est le vecteur. Il convient dans ce cas d'internaliser les transactions pour minimiser les coûts qui s'y attachent.

Ainsi, l'endettement est considéré par cet auteur comme étant une structure de gouvernance basée sur la logique du marché. En effet, la relation contractuelle qui se crée entre l'entreprise et ses créanciers obéit à certaines règles qui gouvernent les droits des créanciers et les obligations des actionnaires.

Lorsque l'entreprise traverse une crise, la dette devient immédiatement exigible. Ainsi, la dette est comparée au marché puisqu'elle est caractérisée par la liberté de l'échange et la non-intervention à la gestion tant que l'entreprise satisfait ses obligations contractuelles.

Par conséquent, il préconise le recours à la dette en priorité et celui au Fonds Propres est en dernier lieu puisqu'il repose sur un système d'hierarchie organisationnelle et de contrôle et où la liberté et l'autonomie caractérisant le fonctionnement du marché ne sont pas vérifiées.

### 3 - La théorie de gouvernance de l'entreprise

Plusieurs définitions ont été proposées pour mieux appréhender le concept de gouvernance d'entreprise dont on peut retenir entre autres :

« La gouvernance d'entreprise est modelée par l'ensemble des règles, législatives et réglementaires, jurisprudentielles et contractuelles, qui définissent les modalités de gestion de l'entreprise. Le concept est associé à la surveillance économique, financière et morale de l'entreprise ». <sup>13</sup>

La gouvernance d'entreprise est l'ensemble des règles permettant aux actionnaires de s'assurer que les entreprises dont ils détiennent des parts sont dirigées en conformité avec leurs propres intérêts, ainsi que des informations et des surveillances permettent aux partenaires d'une institution de voir leurs intérêts respectés et leurs voix entendues dans le fonctionnement de celle-ci.

Partout dans le monde, ces règles s'organisent autour d'un schéma à trois étages : les actionnaires réunis en assemblée générale délèguent leur pouvoir de contrôle à un conseil d'administration (ou de surveillance), qui lui-même supervise l'action opérationnelle de la direction générale de l'entreprise.

Selon G.Charreaux la gouvernance est l'ensemble des mécanismes organisationnels et institutionnels ayant pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants.

M.C. Jensen et W.H. Meckling étendent le cadre d'analyse précédent en introduisant la notion de relation d'agence et à leur différence, Fama étudie le cas extrême de séparation propriété/décision, caractéristique des firmes managériales.

D'une part, il conteste la pertinence de la notion de propriété de la firme, n'acceptant que la seule propriété des facteurs de production et en conclut que le contrôle des décisions des dirigeants n'est pas l'apanage des actionnaires.

D'autre part, il distingue clairement les fonctions de direction et d'assomption du risque, confondues chez A.A. Alchian et H. Demsetz. Il consacre ainsi l'existence de deux facteurs des productions distinctes, la capacité managériale des dirigeants et la capacité à supporter le risque, assumée par les propriétaires. Une relation d'agence est créée si les dirigeants ne sont pas propriétaires.

---

<sup>13</sup> S.C.Myers et N.S. Majluf 1984, « Corporate Financing and investment decisions when firms have information that investors do not have», Journal of Financial Economics ;vol. 13, pg187

Pour E.F. Fama, le principal mécanisme de contrôle est le marché des dirigeants, compte tenu de l'importance du capital humain dans leur patrimoine.

Des mécanismes internes permettent de compléter la discipline assurée par ce marché, tels que la hiérarchie, la surveillance mutuelle entre dirigeants et surtout le conseil d'administration dont la tâche spécifique est de contrôler les principaux dirigeants, si nécessaire en les remplaçant.

L'existence d'un marché concurrentiel des administrateurs externes (non-cadres de la firme) garantirait l'absence de collusion entre les administrateurs et les dirigeants et l'efficacité du mécanisme. Ce dernier se révélerait être moins coûteux que le mécanisme des prises de contrôle (les équipes dirigeantes concurrentes prennent le contrôle) qui interviendrait en dernier ressort.

Cette analyse conduit à distinguer les mécanismes disciplinaires externes (les marchés), des mécanismes internes et à les hiérarchiser. Le mécanisme principal est le marché du travail, complété par les mécanismes internes et par le marché des prises de contrôle.

L'efficacité du système global dépend principalement de l'efficacité du marché du travail.

Le principal constituant du cadre d'analyse du gouvernement de l'entreprise est alors: le dirigeant qui est au centre du nœud de contrats; il apporte sa capacité managériale et prend les décisions conformément à ses propres objectifs; s'il n'est pas propriétaire exclusif et s'il recourt à d'autres apporteurs de capitaux, actionnaires ou créanciers, il n'assume pas l'intégralité des risques. Alors il y a conflit d'intérêt, source de coûts d'agence. Les différents mécanismes externes et internes ont pour rôle de réduire ces coûts d'agence.

**4 - Autres théories récentes :** La problématique du comportement financier de la firme ne cesse pas d'attirer l'attention des experts en management (Myers et Kayhan et Titman2004).<sup>14</sup>

La revue de leurs travaux montre que les tests effectués pour expliquer les décisions de financement se focalisent notamment sur trois champs théoriques de base à savoir :

---

<sup>14</sup> Jensen, Michael, &Meckling, William H. Op.cit,P305-306.

#### **4-1 - Les modèles de « static trade off».**

Le premier modèle dont le cheminement théorique s'inspire de celui décrit ci-dessus est un raisonnement « par compromis ».

Il repose sur un principe méthodologique classique dans le raisonnement économique, la maximisation sous contraintes. En supposant qu'il existe implicitement une répartition optimale entre dettes et fonds propres, le raisonnement marginaliste permet d'ajuster la structure financière en fonction des avantages et des coûts des fonds propres et de l'endettement.<sup>15</sup>

Non figée, la structure financière est donc ajustée pour atteindre l'optimum. Coûts d'agence totaux, coût d'agence de la dette, coût d'agence des fonds propres, niveau d'endettement et coût d'agence optimum.

Ainsi, une entreprise désireuse de maximiser sa valeur égalisera les coûts et les bénéfices de l'endettement en opérant à la marge.

Cette théorie que l'on retrouve dans la littérature sous le nom de « static trade-off theory », se transforme en hypothèse empirique assez simplement, puisque supposant l'existence d'un ratio de dette sur fonds propres optimal, elle prédit un « retour » du ratio observé vers un ratio cible ou optimal.

Ce ratio optimal étant défini en fonction des caractéristiques propres à l'entreprise en déficit de financement ou estimé comme la moyenne observée sur une période souvent fixée à la période d'échantillon.

#### **4-2 - Les modèles de « pecking order »**

A l'opposé, l'hypothèse de l'existence d'un ratio de dette sur fonds propres optimal au niveau individuel est rejetée par les modèles de « hiérarchie ».

Toujours en raison des asymétries d'information entre les agents aussi bien à l'intérieur de l'entreprise qu'à l'extérieur, l'entreprise suit une hiérarchie des financements précise, dictée par la nécessité de fonds externes, et non par une tentative de trouver la structure de capital optimale.

---

<sup>15</sup> C.S. MYERS « The capital structure puzzle », *The Journal of Finance*, 39, n° 3 (July 1984), pg175

Cette hiérarchie s'exprime toutefois différemment et ceci, en fonction de l'objectif poursuivi par le dirigeant de l'entreprise. En effet, le dirigeant peut décider d'agir, en fonction de son aversion pour le risque, soit pour maximiser la richesse des actionnaires (corporate-wealth), soit agir dans son propre intérêt.

Dans ces deux cas, le dirigeant agit pour maximiser l'intérêt de certains membres de l'entreprise (Myers et Majluf 1984). Dans le cas où le dirigeant agit dans l'intérêt des actionnaires existants, celui-ci est amené à établir une hiérarchie entre les différentes sources de financement.

En raison de la forte asymétrie d'information et des problèmes de signalement associés à l'émission de fonds propres, la préférence en matière de financement va aux fonds internes de l'entreprise sur les fonds externes, et ensuite de la dette sur les fonds propres, avec une préférence pour la dette la moins risquée possible.

La hiérarchie financière décroissante définie est donc : autofinancement, dette peu risquée, dette risquée et augmentation de capital en dernier ressort.

Dans le cas où l'objectif du dirigeant est de maximiser son utilité, Myers (1984) définit un surplus organisationnel composé d'attributs divers (salaire élevé, consommation de biens et services à titre personnel, gratifications).

Etant donné le caractère assez contraignant, vis à vis du surplus organisationnel, de l'activité de monitoring liée à l'endettement, le dirigeant établira la hiérarchie suivante autofinancement, augmentation de capital puis endettement. Myers souligne toutefois que ce genre de comportement peut être limité par la vigilance plus ou moins stricte des actionnaires.

#### **4-3 - Les modèles de «market timing theory of capital structure»**

Récemment, on assiste à l'émergence d'un nouveau cadre théorique initié par les travaux de Baker et Wurgler (2002), connue sous l'acronyme de « Market Timing Theory Of Capital Structure ».

Selon la théorie de Market Timing, les firmes émettent des actions lorsque les cours sont élevés et les racheter lorsque les cours sont en baisse. Le comportement de financement édicté par cette théorie est empiriquement prouvé (Becker et Wurgler 2002, Korajczyk et Levy 2003 et Lemmon et Zender 2003 et Autore et Kovacs 2005).

Les résultats suggèrent de prendre en compte des facteurs issus du cadre théorique du Market Timing pour combler les insuffisances des deux cadres de référence à savoir la théorie de Trade-off et la théorie de la structure de capital.

Becker et Wurgler (2002) montrent que la structure financière d'une entreprise résulte, non d'un choix conscient d'un ratio cible, mais de l'accumulation des décisions prises dans le passé en fonction du contexte boursier :<sup>16</sup>

- émission d'actions quand les valorisations sont élevées et /ou le contexte boursier est favorable;
- émission de dettes et rachat d'actions quand les cours sont faibles et/ou la bourse est déprimée.

Les résultats trouvés montrent que 70% de la structure financière actuelle est expliquée par l'historique des ratios Market To Book (désormais MTB). Becker et Wurgler (2002) concluent, alors, que la structure du capital est la résultante mécanique de la volonté successive de « timer » le marché.

Dans cette section, on a constaté que les modèles récents visant à la détermination d'une structure financière optimale ont suivi deux voies de recherche différentes. Les premiers ont cherché à dépasser le caractère limitatif des coûts de faillite en faisant référence à la théorie de l'incitation et à la théorie de l'agence.

Les modèles concernant la deuxième orientation, utilisant une modélisation plus complète des impôts, se sont attachés à considérer les gains fiscaux à la disposition des entreprises au-delà de ceux procurés par l'endettement. Il faut bien constater que ces deux voies de recherche apportent un éclairage nouveau et représentent un net progrès par rapport aux conceptions traditionnelles.

Les modèles ultérieurs visant à la détermination d'une structure financière optimale devraient alors adopter une approche basée sur la mise en concurrence des coûts d'agence et des gains fiscaux.

---

<sup>16</sup> Becker et Wurgler. « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *American Economic Review*, 48 (2002), pg 261

### Section 3 : Structure et politique financière de l'entreprise

Les entreprises sont obligées de s'assurer de l'existence des moyens financiers nécessaires à leur fonctionnement et à leur développement, mais surtout de pouvoir rentabiliser au mieux ces moyens.

Le choix des moyens de financement est une décision établie par l'entreprise pour accomplir des projets d'investissement que pour financer son cycle d'exploitation, tout en prenant en compte le coût et les autres déterminants de ce choix.

Cette section traitera de la politique et de la structure financière de l'entreprise.

#### 1 - Politique financière de l'entreprise

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 et aussi de choisir les critères et les sous-objectifs pour les décisions intermédiaires. Cela implique, enfin, d'organiser les circuits d'information et les relais de mise en œuvre.

Ainsi, 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'équilibre des ressources entre elles d'une part et entre ces emplois de fonds d'autre part.
- ✓ 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.
- ✓ La prévision et la planification financière.
- ✓ L'optimisation de la valeur de la firme.

Selon A. Rivet (2003)<sup>17</sup>, « 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 ».

Bien que, le plus souvent, cet objectif puisse être ramené à celui, plus simple, du maintien de la valeur de l'entreprise, il est tout à fait adapté aux différentes théories de la décision financière de l'entreprise. Les décisions financières majorées sont prises dans le cas de la gestion financière à long terme. Elles sont plus souvent irréversibles et elles concernent l'allocation de ressources stables en fonction de plan stratégie et de plan de financement qui en découle.

---

<sup>17</sup> Rivet Alain, « Gestion financière », Edition Ellipses, Paris, 2003, Pg.131.

Après savoir étudier, présélectionner les projets d'investissement qui ont besoin de financement, la direction financière doit s'assurer de la couverture des besoins par des ressources de financement qui permettent l'équilibre financier durable de l'entreprise.

Les ressources internes (autofinancement dégagés, cessions des actions) sont généralement insuffisantes, il faut prévoir des modes de financement complémentaire (augmentation de capital, emprunts) qui déterminent une nouvelle structure financière.

**1-1 - Les objectifs et les critères d'une politique financière :** La maximisation de la valeur marchande de l'entreprise ne peut être atteinte par la politique financière elle-même. Elle s'occupe d'objectifs intermédiaires

- Les objectifs de taille, de puissance et de croissance se mesurent par la valorisation de l'entreprise. Dans certains secteurs, il faut une taille minimale pour être rentable. Il est alors nécessaire de réaliser des opérations de croissance externe et de diversification. La théorie financière enseigne cette opération (l'investisseur lui-même peut acheter des parts d'entreprise), mais la politique financière n'est pas déterminée en fonction de l'investisseur mais des actionnaires qui possèdent souvent peu de participations différentes. La taille est indispensable pour accéder au marché obligataire ou même au second marché.
- Les objectifs et les critères de rentabilité ; Le critère de rentabilité comptable n'est pas pertinent. Il permet de comprendre le passé mais n'est pas un critère décisionnel. L'entreprise doit investir dans des projets dont la rentabilité est supérieure à celle exigée de ses pourvoyeurs de fond<sup>18</sup>.

**1-2 - Les rôles de la politique financière :** La politique financière permet de déterminer le cadre de référence des décisions financières en accord avec la politique générale de l'entreprise, ce qui permet à cette dernière de hiérarchiser ses priorités, de sélectionner ses décisions et de définir ses objectifs. En effet, la politique financière mise en œuvre va déterminer la configuration de la structure financière de l'entreprise laquelle va se traduire par un coût du capital.

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

Mettre à la disposition de l'entreprise des capitaux utiles à son développement au bon moment, au meilleur coût, tout en étant en parfaite cohérence avec ses objectifs stratégiques ; Participer activement à la valorisation de l'entreprise en restant en relation étroite avec les autres variables de croissance.

---

<sup>18</sup> Frédéric Bozo, « Politique financière de l'entreprise » édition Economica, Paris, Pg 123

### **1-3 - La place de la politique financière dans le domaine de la finance d'entreprise**

La politique financière fait partie d'un ensemble plus large qui est la finance d'entreprise. Elle se distingue de l'analyse financière ou de l'évaluation d'entreprise par ses objectifs de gestion et non pas seulement d'observation mais une partie de leurs outils est commune. En effet, ce qui sert à juger et à évaluer peut aussi servir à gérer, c'est-à-dire qu'un instrument de mesure et un critère de jugement peuvent aussi être interprétés comme une contrainte ou constituer un objectif.

La politique financière n'englobe toutefois pas la totalité des éléments de la gestion financière qui laisse partiellement de côté la gestion de trésorerie et la gestion de change. Elle privilégie les facteurs structurels au détriment des aspects d'optimisation à court terme.

La politique financière de l'entreprise n'est pas une discipline bien identifiée, encore moins une science homogène, ni même une matière au sens universitaire du mot. C'est l'ensemble des pratiques mises en œuvre par les dirigeants d'une firme pour appréhender les flux financiers qui la traversent et influencer sur eux dans le sens voulu.

La politique financière n'est pas non plus une technique organisée autour d'un outil ou d'un ensemble d'outils. Elle est une pratique orientée vers l'accomplissement d'un but ou, plus exactement, vers l'atteinte d'un ensemble d'objectifs.

Dès lors, très peu d'outils lui sont spécifiques ; elle emprunte ceux dont elle a besoin aux différents domaines de la finance.

Elle a recours à plusieurs concepts de l'analyse financière comme, par exemple, les ratios, les masses d'emplois et de ressources, ou les tableaux de flux. Elle utilise des modèles issus de la finance de marchés tels que la valeur actuelle nette, le « MEDAF », ou la structure des taux d'intérêt.

Enfin, elle possède ses propres modèles et outils parmi lesquels figurent, entre autres, les notions de coût du capital, d'effet de levier ou de planification financière.

## **2 - Les décisions financières**

Les décisions financières concernent l'orientation des responsables de l'entreprise dans le choix des modes de financement à utiliser pour satisfaire les besoins de l'entreprise et notamment pour la maintenir en équilibre financier permanent.<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> H. MATOUSSI. Les décisions financières de l'entreprise, Centre de publication Universitaire,(2000),p.56

## **2-1 - Les décisions financières à moyen et long terme**

Ces décisions relèvent du domaine stratégique de l'entreprise, car elles engagent cette dernière dans un laps de temps assez important qui peut toucher son avenir.

L'élaboration de ce type de décision ainsi que son suivie relève des prérogatives du directeur financier. Celui-ci joue un rôle unique entre l'entreprise qui élabore et développe les projets d'investissement et les apporteurs de capitaux (actionnaires et/ ou créanciers).

A cet effet, deux grands décisions doivent être prises, il s'agit en premier lieu du choix des investissements, et ensuite de mettre en œuvre les moyens de financement appropriés.

### **A - Le choix des investissements :**

Cette décision est très importante pour toute entreprise quel que soit sa taille ou sa propriété. En effet, la décision d'investissement est considérée comme capitale et stratégique. C'est pour cela que le choix de tel ou tel investissement doit être convenablement étudié et bien réfléchi. En règle générale, le processus de décision d'investissement est structuré en quatre étapes : perception, formulation, évaluation et choix.

### **B - La décision de financement :**

La décision de financement influence la structure financière de l'entreprise et les voies d'amélioration des conditions de leur financement. En effet, trois cas de figure peuvent se présenter au responsable de l'entreprise, où il doit trouver la formule adéquate qui fera gagner l'entreprise et toutes ses parties prenantes. Il s'agit:

- Du choix entre les capitaux apportés par les actionnaires et ceux apportés par les créanciers (le recours à l'endettement« emprunt » ou aux fonds propres).
- Le choix entre le réinvestissement du surplus de liquidités et la distribution de dividendes.
- Choix du financement interne (autofinancement) ou financement externe.

Ces trois décisions sont liées car le choix -à titre d'exemple- d'une politique d'autofinancement conduira automatiquement à la réduction de la part des bénéfices à distribuer aux actionnaires ainsi qu'à une augmentation des fonds propres. Les décisions d'investissement et de financement ne peuvent être séparées dans la réalité, en effet, on ne décidera d'un investissement qu'en fonction de la possibilité de le financer et en fonction du coût eu égard à la rentabilité attendue.

L'importance de l'investissement (en termes de valeur) ainsi que la taille de l'entreprise constituent deux autres déterminants dans le degré d'intégration des décisions de financement et d'investissement.

En effet, l'investissement est évalué approximativement dès le départ, et la dépense correspondante est répartie dans le temps pour s'assurer de la possibilité de réaliser le projet.

## Conclusion

L'analyse conduite dans ce premier chapitre, nous a permis de mettre en évidence les problèmes de la structure financière qui n'a pas cessé de susciter l'intérêt des chercheurs en finance. En effet de nombreuses recherches ont essayé d'expliquer le comportement des entreprises en matière d'endettement.

D'après les théoriciens traditionnels, il n'existe pas de structure financière optimale.

Les financements sont donc sans conséquence sur la valeur de l'entreprise et le coût moyen pondéré du capital. Si l'effet de levier procure à l'actionnaire une rentabilité supplémentaire, ce supplément est immédiatement compensé par l'augmentation du taux de rentabilité requis qui tient compte alors d'une rémunération du risque financier.

C'est ce que Modigliani et Miller appelle le processus d'arbitrage. C'est un mécanisme mis en œuvre par le marché financier qui va conduire au réajustement des valeurs des entreprises qui appartiennent à une même classe de risque.

Ce mécanisme permet à un intervenant sur le marché de réaliser des gains immédiats sans changer le risque global de son placement, en profitant du déséquilibre du prix des entreprises non justifiées d'un point de vue économique.

Par la mise en œuvre de ce processus d'arbitrage, la valeur d'une entreprise endettée est égale à la valeur d'une entreprise non endettée.

Le coût moyen pondéré du capital d'une entreprise endettée est égal au coût moyen pondéré du capital d'une entreprise non endettée. Le taux de rendement requis pour une entreprise endettée est toujours supérieur au taux de rendement requis pour une entreprise non endettée puisque l'on va intégrer une prime de risque.

La valeur d'une entreprise est déterminée par l'aptitude de ses actifs à générer des flux de liquidité d'exploitation et ceci quelle que soit la façon dont elle se finance.

La théorie financière a identifié plusieurs objectifs pour l'entreprise à savoir : la pérennité de l'entreprise, l'accroissement du chiffre d'affaires ou de la part de marché, et la minimisation des coûts.

Mais dans les dernières décennies, l'attention a été portée sur l'objectif le plus fondamental à **savoir la maximisation de la richesse des actionnaires et par conséquent, la création de la valeur**. Pour réaliser alors cet objectif, il était question d'assurer une bonne prise des différentes décisions financières au sein de l'entreprise telles que : la décision d'investissement, la décision de financement et la décision de distribution de dividendes.

Dans le cadre de la décision de financement, l'entreprise est amenée généralement à utiliser une combinaison des ressources financières : des fonds propres à l'entreprise, des apports en capitaux et de l'emprunt lors d'une insuffisance de couvertures des dépenses d'investissement. Elle est amenée ainsi à déterminer la structure financière optimale qui minimise le coût du capital et maximise la valeur de l'entreprise. Ainsi, dans le chapitre qui suit on traitera du lien entre la structure financière et la performance financière de l'entreprise.

## CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA STRUCTURE FINANCIÈRE ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE DE L'ENTREPRISE

### Introduction

Dans ce chapitre, nous parlerons de la notion de la structure financière, allant de sa définition, ses objectifs, ses déterminants au rôle de la structure financière et les indicateurs de la performance financière. En fin, nous allons parler au choix de financement entre les fonds propre et dettes, l'objet est d'apporter, à plusieurs lectures, un éclairage sur la notion de la création de la valeur en tant qu'approche d'évaluation de la performance de l'entreprise. La mesure de la création de valeur présente des aspects communs dans une perspective de gouvernance d'entreprise, tout en se situant dans le cadre référentiel concurrentiel à travers le classement des entreprises par rapport à leur EVA.

### SECTION 1 : La structure financière et les indicateurs de la performance.

L'approche théorique de la structure financière préconise l'optimisation. La structure financière optimale qui d'une part permet de minimiser le coût du capital et d'autre part maximiser la valeur de l'entreprise. Cette étude prend son essor depuis 1995 par un article de Modigliani et Miller.<sup>21</sup>

#### 1 - La structure financière de l'entreprise

##### 1-1 - Notion de la structure financière

La structure financière d'une entreprise réside dans l'analyse à un moment donné de la composition de son patrimoine.<sup>22</sup> Etudier la structure financière d'une entreprise revient à savoir quels actifs sont financés par le fonds propre et quels autres actifs sont financés par les dettes.

**Tableau N°.1 : Les indicateurs de la structure financière**

Actifs	Passifs
<b>Valeurs Immobilisées Nettes</b>	<b>Fonds propres</b>
<b>Valeurs d'exploitation</b>	<b>Dettes à long et moyen terme</b>
<b>Valeur réalisable à Court terme</b>	<b>Dettes à court terme</b>
<b>Valeurs disponibles</b>	

Pour financer un actif long (VIN), l'entreprise doit recourir à un financement long et pour financer un actif court (VE), il est logique de recourir à un financement court, car il serait dangereux pour l'entreprise de financer ses immobilisations avec les dettes à court terme (DCT).

---

21. D George, Gestion financière 4eme éd, p.103

22. John LUANDU, analyse des états financiers, G3 ISC, 2009-2010, p.67

### 1-1-1 - Définition de la structure financière

Lorsqu'on parle de la structure financière de l'entreprise, on fait allusion à l'ensemble des ressources qui finance l'entreprise, qu'il s'agisse des capitaux propres, dettes à long terme, des dettes à court terme ou des ressources d'exploitation.<sup>23</sup>

Dans son sens étroit, la structure financière est l'ensemble des proportions qui existent à un moment donné entre les différentes ressources de l'entreprise, propres ou empruntées, permanentes ou provisoires.<sup>24</sup>

### 1-1-2 - Objectif de la structure financière

L'analyse de la structure financière d'une entreprise a pour objectif de porter un diagnostic sur la santé financière d'une entreprise en examinant son équilibre financier, son aptitude à faire face à ses engagements à court terme et à long terme et partant, sur l'autonomie des décisions de l'entreprise.

### 1-1-3 - Importance de la structure financière

La structure financière d'une entreprise est importante pour la direction et les actionnaires car elle définit les différents modes de financement que celle-ci utilise pour soutenir ses opérations. Les deux principales composantes d'une structure financière, le long et court terme, aident à identifier les deux aspects différents d'une entreprise. La structure financière constitue une source d'information aussi bien pour les opérations économiques que pour toutes personnes intéressées par la vie de l'entreprise.

- a) Pour les responsables de l'entreprise, la structure financière leur permet d'évaluer la santé financière de celle-ci afin d'orienter leurs décisions dans l'utilisation rationnelle des ressources limitées dont dispose l'entreprise.
- b) Pour les bailleurs des fonds, elle constitue un indicateur fiable avant d'accorder un crédit ou prêter l'argent à une entreprise.
- c) Pour l'Etat, dans la mesure où l'impôt est fonction du bénéfice et ce dernier à son tour est tributaire de la bonne marche de l'entreprise.

---

23. G. DEPALENS et J. J. JOBARD, *Gestion financière de l'entreprise*, 11<sup>ème</sup> éd. Dunod, Paris, 1997, P. 811.

24. P. LAVAUD et FAUSSE, *Dictionnaire de gestion*, éd. Dunod, Paris, 1985, P. 400.

### 1-2 - Composition de la structure financière

Le bilan ou le patrimoine est la traduction comptable de l'ensemble des ressources d'une entreprise et leur emploi. Etabli à un moment donné, il se présente techniquement sous la forme d'un tableau diptyque dont la partie de droite est appelée « Passif ou Ressources » et la partie de gauche « Actif ou Emplois ». <sup>25</sup>

#### 1-2-1 - Valeurs immobilisées ou Actifs fixes

On enregistre dans cette rubrique tout poste d'actif dont la période de rotation est supérieure à un an. Par définition, les actifs fixes sont des investissements économiques mis à la disposition de l'entreprise pour une longue durée en vue de la production d'autres biens lesquels sont destinés à la vente. Les postes contenus dans cette masse peuvent faire l'objet d'un amortissement ou d'une diminution des valeurs selon le cas.

Les principaux postes sont:

- Immobilisations incorporelles
- Immobilisations corporelles
- Immobilisations financières
- Créances et prêts consentis à long terme

#### 1-2-2 - Actifs circulants ou Valeurs circulantes

Tout poste d'actif intervenant dans le cycle d'exploitation est considéré comme actif cyclique. Certains postes enregistrés dans cette rubrique peuvent faire l'objet d'une diminution de valeur. Les principaux postes sont:

- Valeurs d'exploitation
- Valeurs réalisables
- Valeurs disponibles

#### 1-2-3 - Capitaux permanent

Sont rassemblés dans cette masse, les capitaux (en espèces, en nature ou en industrie) apportés par les actionnaires, propriétaires juridiques de l'entreprise (capital social, primes d'émission) ainsi que les revenus générés par l'activité de l'entreprise et mis à sa disposition (plus-values de réévaluation, réserves, bénéfices reportés ou pertes reportées, subside en capital ou subventions d'équipements). Dans cette masse, figurent également les dettes à moyen et à long terme que l'entreprise a contractées vis-à-vis des tiers créanciers.

---

25. A. CORHAY et M. MBANGALA : Fondements de gestion financière, 2ème éd. de l' Université de Liège, Liège, 2007, P. 13 - 15

### 1-2-4 - Dettes à court terme

Il s'agit des dettes que l'entreprise a contractées vis-à-vis des tiers dont le remboursement est inférieur à une année. Il s'agit également des dettes financières à court terme, les dettes commerciales et les dettes fiscales et sociales et les autres dettes à court terme.

### 1-3 - Déterminants de la structure financière

La structure du capital doit être conçue très soigneusement. La direction de l'entreprise devrait avoir une structure financière cible et les décisions de financement devraient être prises. L'entreprise peut avoir besoin de fonds pour financer ses activités et chaque fois que les besoins sont déterminés, le directeur financier procède au choix des sources de financement les plus importantes.

#### a) Levier financier

L'utilisation des sources de financement avec un coût fixe, comme le capital dette et actions, pour financer l'actif de l'entreprise est connu comme effet de levier financier. Si les actifs financés par la dette donnent un rendement supérieur au coût de la dette, le bénéfice par action augmentera sans une augmentation des investissements des propriétaires.

#### b) Conditions économiques

L'économie influe sur le cours des actions. Lorsque le marché financier baisse, les entreprises forment des structures de capital et d'emprunt. Lors des sommets de marché, les entreprises maintiennent des structures de fonds propres<sup>26</sup>.

#### c) Contrôle

Dans la conception de la structure du capital, parfois la gestion existante est régie par son désir de poursuivre le contrôle de l'entreprise. L'équipe de gestion existante ne peut pas accepter seulement ce qu'il faut être élu au Conseil d'administration mais peut également désirer gérer la société sans aucune interférence extérieure.

#### d) Taux de croissance

Les entreprises qui sont en phase de croissance de leur cycle financent généralement cette croissance par l'endettement, empruntant de l'argent pour croître plus rapidement.

#### e) Risque financier, commercial et opérationnel

Ces risques affectent la structure financière, en entravant les recettes de ventes et à long terme en bloquant la production.

---

26.<http://www.managementstudyguide.com/capital-structure.htm#>

### f) Coût du capital

Mesurer les coûts des différentes sources de financement est un sujet complexe et nécessite un traitement distinct. Inutile de dire qu'il est souhaitable de réduire au maximum le coût du capital.

### g) Taille de l'entreprise

La taille d'une entreprise influence grandement la disponibilité des fonds de différentes sources. Une petite entreprise peut souvent éprouver des difficultés à obtenir des dettes à long terme. Une entreprise devrait faire le meilleur usage de sa taille dans la planification de la structure financière.<sup>27</sup>

### h) Dette et financement par capitaux propres

Les capitaux propres substantiels, par opposition au capital de la dette, indiquent généralement une performance financière globale optimale. Cependant, les entreprises bénéficient des deux instruments, selon leur situation.

## 1-4 - Choix de la Structure financière

La conception de la structure financière de l'entreprise peut-être varier d'un pays à l'autre et peut-être changer en réponse aux changements au sein de l'économie de son pays. Souvent, ces différences sont attribuées à la pertinence du système bancaire pour les opérations de l'entreprise globale. Certaines installations de production peuvent être plus enclines à s'appuyer sur les offres de prêt bancaire classique, ainsi que ceux qui ont la possibilité de financement avec garantie, comme la construction et l'agriculture. De plus, une petite entreprise peut-être plus susceptible de considérer des modèles de financement traditionnels, comme la disponibilité des investissements privés ou la capacité d'émettre des titres ne soient pas disponible. Les entreprises dans les secteurs qui dépendent plus du capital humain peuvent être plus enclins à financer des opérations par l'émission d'obligations ou autres valeurs mobilières. Les grandes entreprises, quelle que soit leur secteur d'activité, peuvent-être plus enclin à envisager d'offrir des obligations ou autres titres, surtout si les entreprises ont déjà des actions négociées sur la bourse.

## 2 - Les différents types de performance :

### 2-1 - La notion de performance

La notion de performance est issue de l'ancien français performance qui signifie « achèvement ». Dans la littérature, plusieurs définitions sont conjointement ou indistinctement employées en vue d'établir de manière précise le concept de performance.

Dans le langage courant, la performance renvoie à quatre significations majeures :

---

27.<http://www.investopedia.com/exam-guide/cfa-level-1/corporate-finance/capital-structure-decision-factors.asp>

- Les résultats de l'action : la performance correspond alors à un résultat mesuré par des indicateurs et se situant par rapport à un référent qui peut être endogène ou exogène.
- Le succès : la performance renvoie à un résultat positif, et par la même aux représentations de la réussite propres à chaque individu et à chaque établissement.
- L'action : la performance désigne simultanément les résultats et les actions mises en œuvre pour les atteindre, c'est à dire un processus.

Pour certains auteurs, elle est assimilée à l'efficacité, à la compétitivité ou encore à la capacité, et d'autres la considérant comme semblable à l'efficience, le rendement, la productivité.

### 2-2 - Définition de la performance

Du point de vue conceptuel, il existe une panoplie d'opinion sur ce concept. Pour LOKOLE S. la performance d'un centre des responsabilités désigne l'efficacité et la productivité avec laquelle ce centre de responsabilité atteint les objectifs qu'il avait acceptés.<sup>28</sup>

MALLOT Jean louis et maitre JEAN Charles définis la performance comme étant l'association de l'efficacité et de l'efficience où l'efficacité consiste pour une entreprise à obtenir des résultats dans le cadre des objectifs définies et l'efficience correspond à la meilleure gestion des moyens, des capacités en relation avec les résultats.<sup>29</sup>

Selon BAIRD, la performance est une action (un verbe), et un événement (un nom). La performance est l'action faite de nombreux composants, non un résultat qui apparait à un moment dans le temps.<sup>30</sup>

### 2-3 - Objectif de la performance

Les systèmes de mesure de performance ont pour but de mobiliser les membres d'une organisation afin d'atteindre les objectifs fixés par les dirigeants soit directement soit indirectement après actions correctives.

Donc pour remplir sa mission, l'entreprise fixe des objectifs intermédiaires, opérationnels ou d'exploitation qui permettent de s'acquitter de sa mission ultime. Ces objectifs peuvent être le profit maximum, la survie, la puissance et le pouvoir, la part de marché, l'augmentation du chiffre d'affaires...etc.

---

28. LOKOLE KS., Contrôle de gestion, Note de cours, L2 Gestion FASEG, UNIKIN, 2009-2010 P.79

29. J.L MALLOT et C JEAN ., L'essentiel du contrôle de gestion, édition d'organisation, Paris, 1998, P.182

30. BAIRD, Cité par KINZONZI MVUTUKIDI, Dans les cours de contrôle de gestion et développement, inédit FASEG, UNIKIN, 2004-2005, P.67

### 2-4 - Types de performances

On distingue quatre grands types de la performance à savoir :

- La performance organisationnelle.
- La performance sociale.
- La performance économique.
- La performance financière.

#### a) La performance organisationnelle

Dans cette conception, la performance de l'entreprise résulte de la valeur de son organisation. Cette dernière est déterminante et c'est elle qui impose ses exigences au système social. Elle structure l'emploi et l'ensemble des postes, lesquelles déterminent à leur tour les requis professionnels.

Selon les études de Taylor et de Fayol, la performance organisationnelle concerne la manière dont l'entreprise est organisée pour atteindre ses objectifs et la façon dont elle parvient à les atteindre. M. Kalika professeur à Paris-Dauphine, propose quatre facteurs de l'efficacité organisationnelle :

- le respect de la structure formelle,
- les relations entre les composants de l'organisation (logique d'intégration organisationnelle),
- la qualité de la circulation d'informations,
- la flexibilité de la structure.

#### b) La performance sociale

Il est de plus en plus reconnu que l'entreprise n'est pas durablement performante financièrement si elle n'est pas performante humainement et socialement. Les questions liées aux compétences, à la capacité d'initiative, à l'autonomie, à l'adhésion des salariés, à la réalisation des objectifs, voire au projet et donc à la culture de l'entreprise, constituent des éléments déterminants. En 1985, reprenant à son compte la célèbre formule d'Einstein,  $E=MC^2$ , J. M. Descarpentries, alors président-directeur général du groupe Carnot, suggérait de considérer l'efficacité humaine ( $E_h$ ) comme résultant toujours du rassemblement de collaborateurs :

- motivés,
- compétents,
- communiquant bien entre eux par le moyen d'une langue et de valeurs communes (ce que l'on désigne en anthropologie par le concept de culture).

La performance sociale se définit comme la satisfaction et la qualité de vie au travail du personnel, elle peut aussi comporter une dimension externe et renvoie alors à la question

de la responsabilité sociale de la structure c'est-à-dire aux effets sociaux externes de son activité. Elle mesure le niveau d'atteinte des objectifs de l'entreprise par rapport à la motivation et l'implication des salariés. Elle est généralement utilisée dans le cadre de l'évaluation du système de gestion des ressources humaines.

Une structure socialement performante est une structure qui a su mettre en place un mode de prévention et de règlement des conflits efficaces. Les indicateurs sont : La rotation du personnel, l'absentéisme, la communication, etc. Réfléchissant sur l'obtention de la performance dans une organisation, S.Michel et M.Ledru considèrent que si les compétences sont toujours une source de performance, elles ne suffisent pas à elles seules à en déterminer le niveau.<sup>31</sup>

### c) La performance économique

La performance économique qui peut être appréhendée par la rentabilité, c'est-à-dire un surplus économique ou marge économique obtenue par la différence entre un revenu et un coût. Les méthodes de mesure de la création de valeur qui existent dans la littérature traitent implicitement ou explicitement de la performance économique ou performance financière.

### d) La performance financière

Contrairement aux visions à court terme de la performance guidée par l'appréciation boursière de la valeur de l'entreprise, certaines entreprises ont toutes misé sur la performance à long terme, garante de leur pérennité. « Les sociétés qui sont arrivées à un leadership global au cours des vingt dernières années ont toutes débuté avec des ambitions qui étaient sans proportion avec leurs ressources et capacités. Mais elles ont utilisé une obsession de gagner à tous les niveaux d'organisation et elles ont entretenu cette obsession au cours des dix ou vingt ans au cours desquels elles ont conquis ce leadership global. Nous appelons cette obsession «<strategic intent >»<sup>32</sup>

## 3 - Les indicateurs de performance financière

Les indicateurs de performance financière permettent d'accéder à des informations précises sur les opérations financières, les modalités d'organisation et les activités commerciales. Il s'agit d'outils qui facilitent la gestion et l'exploitation des données disponibles afin d'améliorer les résultats et de réduire au minimum les erreurs et les omissions susceptibles d'occasionner d'importantes pertes.

### 3-1 - Les Ratios

L'analyse financière se propose d'étudier les comptes d'une entreprise pour porter un diagnostic financier. S'appuyant sur le bilan, l'analyste va opérer une sélection et effectuer des rapprochements entre différents postes afin de calculer des ratios financiers qui mettent en évidence les caractéristiques économiques et financières de l'entreprise étudiée.

---

31.S.Michel et M.Ledru « Capital-Compétence dans l'entreprise », éditeur : ESF,2000,p.113

32.G. Hamel et C.K Prahalad, structure financière et performance des entreprises dans un contexte sans marché financier:1989,p.89

### 3-1-1 - Définition d'un ratio :

« Un ratio est un rapport entre deux grandeurs significatives de l'activité de l'entreprise. Il doit donc exprimer obligatoirement une valeur relative et par voie de conséquence rendre compte, de manière également significative, des modifications intervenues dans la structure d'exploitation ou dans la structure financière de l'entreprise ». <sup>33</sup>

Un ratio est défini comme étant un rapport calculé entre deux quantités variables entre lesquelles existe une relation logique de nature économique ou financière d'une entreprise. Mais, sans cette liaison logique un ratio n'a pas de signification en lui-même. Il faut le comparer à des normes sectorielles et en suivre l'évolution dans le temps.

### 3-1-2 - Les intérêts des ratios :

L'analyse par la méthode des ratios permet de savoir si les moyens financiers dont dispose l'entreprise ont été utilisés pour atteindre son objectif financier <sup>34</sup>. Cette méthode permet aux responsables de

- Suivre les progrès de leurs entreprises.
- Connaître l'entreprise et évaluer l'importance de ses capacités, et de ses qualités pour les exploiter.
- Evaluer l'importance de ses faiblesses pour mieux remédier
- Assurer la rentabilisation des opérations
- Assurer l'efficacité dans la gestion de ses patrimoines

La performance financière existe à différents niveaux de l'organisation. Traditionnellement, les indicateurs de la performance financière sont divisés dans les catégories suivantes :

- Rentabilité
- Liquidités / roulement
- structure financière

---

33. ROBERTLAVAUD Comment mener une analyse financière ?, Dunod, Paris, 1982, p.98

34. F. DIVISIA, Cité par P. LAUZEL et A. CIBERT, Les déterminants de la structure financière des PME, 2ème éd, 2001, p.63

### 3-2 - Les indicateurs de rentabilité

#### La rentabilité des capitaux investis

La **rentabilité des capitaux investis** (en anglais *Return On Capital Employed*, ou **ROCE**) est une mesure de la rentabilité qu'une entreprise réalise en fonction des capitaux investis. ROCE est calculée comme étant :

$$ROCE = \frac{EBIT * (1 - T_c)}{CE}$$

Avec:

- **EBIT** (Earning Before Interest and Taxes) = Résultat d'exploitation
- **T<sub>c</sub>** = Taux d'imposition
- **CE** = Montant des capitaux employés = CI (capitaux investis) + actifs nets hors exploitation

Un RCI plus élevé indique une utilisation plus efficace des capitaux. ROCE devrait être plus élevé que le coût en capital de la société, s'il est négatif, il indique par ailleurs que la compagnie emploie pas efficacement son capital et ne suscite pas de valeur pour les actionnaires.

Une augmentation de la **rentabilité des capitaux investis** pourrait être réalisée par :

- L'augmenter du bénéfice net, par exemple par une augmentation des prix de vente ou par le biais de meilleure maîtrise des coûts.
- Réduction de capital utilisé, par exemple par le biais du remboursement de la dette à long terme.

### 3-3 - Indicateurs de liquidité.

Une entreprise peut être rentable, mais en même temps rencontrer des problèmes de trésorerie. Les ratios de liquidité et fonds de roulement donnent quelques indications sur les liquidités de la société<sup>35</sup>.

---

<sup>35</sup>. A. CORHAY et MapapaMB, Op.Cit.p.148,

### a) Ratio de liquidité générale :

$$\text{Ratio de liquidité générale} = \frac{\text{Actif à court terme}}{\text{Passif à court terme}}$$

- Sans égard au ratio du secteur, un ratio de liquidité générale **inférieur à 1** est critique, car il signifie que l'entreprise qui présente un tel ratio est **insolvable** à court terme.
- Plus le ratio de liquidité générale d'une entreprise est élevé, plus celle-ci est en mesure de faire face à ses engagements à court terme sans problème.
- En dépit du point précédent, un ratio de liquidité générale trop élevé par rapport à celui du secteur est souvent le signe d'une mauvaise gestion des éléments à court terme. Cela peut être dû <sup>36</sup>:
  - À une encaisse trop élevée, ce qui entraîne un manque à gagner sur le plan des intérêts créditeurs, soit à des comptes clients trop élevés. Ce dernier cas est souvent le signe d'une politique de crédit trop souple ou d'un problème en ce qui concerne la perception des comptes, toutes choses qui augmentent le risque de mauvaises créances.
  - À des comptes fournisseurs trop faibles, auquel cas l'entreprise ne bénéficie pas du crédit des fournisseurs.
  - À une combinaison de tous ces facteurs.

### b) Le ratio de liquidité relative

Pour calculer le ratio de liquidité relative, on enlève la valeur des éléments non liquides du total de l'actif à court terme et on divise le résultat par le passif à court terme. Bien que du point de vue théorique on doive considérer tous les éléments non liquides, du point de vue pratique, on enlève seulement la valeur des stocks<sup>37</sup>. Cette façon de procéder est due au fait que la valeur des autres éléments (les stocks de fournitures, les frais payés d'avance) est relativement faible. Ainsi :

---

<sup>36</sup>. A CORHAY et MapapaMB, Op.Cit, p .69

<sup>37</sup>. Bacidore J.M., Boquist J.A., Milbourn et Thakor A.V. (1997), « The search for the best financial performance measure », Financial Analysts Journal, Mai-Juin, pp. 11-20.

$$\text{Ratio de liquidité relative} = \frac{\text{Actif à court terme} - \text{stocks}}{\text{Passif à court terme}}$$

Le ratio de liquidité relative indique donc la capacité d'une entreprise à faire face à ses engagements à court terme sans recourir à ses actifs à court terme non liquides, notamment les stocks.

Notez les points suivants au sujet du ratio de liquidité immédiate :

- Contrairement au ratio de liquidité générale, un ratio de liquidité immédiate légèrement inférieur à 1 peut être acceptable, car dans le cours normal des choses, on peut s'attendre à ce que les stocks d'une entreprise soient liquidés (vendus) dans un délai de 12 mois au plus. Évidemment, l'écart acceptable entre 1 et ce ratio est une question de jugement de la part de l'analyste. De plus, ce ratio doit toujours être comparé à celui d'une entreprise concurrente ou à celui du secteur pour avoir un sens.
- Les ratios de gestion permettent d'évaluer l'efficacité avec laquelle les ressources de l'entreprise sont utilisées. Cette évaluation se fait essentiellement en comparant les ventes réalisées aux ressources de l'entreprise.

**c) Le ratio de liquidité immédiate**

Permet d'évaluer la capacité d'une l'entreprise à rembourser ses dettes à court terme à l'aide d'actifs facilement mobilisables.

$$\text{Liquidité immédiate} = \frac{\text{Disponibilités}}{\text{dettes à court terme}}$$

### 3-4 - Les ratios de la structure financière

Il est intéressant d'étudier l'évolution de la politique de financement d'une entreprise. Les ratios de structure financière comparent le financement externe aux fonds propres de l'entreprise.

#### a) Le ratio d'autonomie financière

Ce ratio définit le degré d'indépendance envers les différents dispensateurs de l'entreprise. Le ratio doit être supérieur à 50% .

$$\textit{Autonomie financière} = \frac{\textit{Capitaux propres} * 100}{\textit{Total des actifs}}$$

#### b) Taux d'endettement net

- Le taux d'endettement net (**Dette Nette / Capitaux Propres**), aussi connu sous le nom de Gearing, est un **ratio** qui mesure le niveau d'endettement d'une société par rapport à ses fonds propres. Plus le **ratio** est élevé, plus l'entreprise est endettée.

$$\textit{Taux d'endettement net} = \frac{\textit{Dettes Nette}}{\textit{Capitaux Propres}}$$

#### c) Le ratio de couverture des frais financiers

Le défaut de paiement prolongé des frais financiers (ou intérêts) peut provoquer la mise en faillite d'une entreprise par ses créanciers. Pour prévenir cette situation, les gestionnaires et créanciers doivent évaluer dans quelle mesure les bénéfices de l'entreprise suffisent à payer les intérêts des dettes. Cette évaluation se fait à l'aide du ratio de couverture des frais financiers. On calcule ce ratio en divisant le bénéfice avant intérêts et impôt (BAII) par le montant des intérêts. Ainsi :

*Ratio de couverture*

$$\text{des frais financiers} = \frac{\text{Bénéfice avant intérêts et impôt}}{\text{Intérêts financiers}}$$

**d) Le ratio de solvabilité**

Ce ratio définit la capacité de l'entreprise à couvrir la totalité de ses dettes avec son actif. Le ratio doit être supérieur à 1.

$$\text{Ratio de solvabilité} = \frac{\text{Total Actifs}}{\text{Total Dettes}}$$

La performance financière de l'entreprise est définie par son aptitude à maintenir un degré de liquidité suffisant pour assurer en permanence l'ajustement des flux monétaires. L'entreprise doit établir et maintenir un bon degré de rentabilité, de solvabilité et de liquidité pour assurer une bonne santé financière.

## **Section 2 : Choix de financement entre fonds Propres et Dette**

Une structure financière optimale montre le meilleur équilibre entre la dette et les capitaux propres qu'une entreprise peut avoir afin de minimiser son coût du capital - ou le taux qu'elle paie pour utiliser l'argent - et de maximiser sa valeur.

Essentiellement, une structure financière optimale tente d'optimiser le coût du capital d'une entreprise et la valeur de ses titres. Il devrait y avoir une combinaison judicieuse de dette à court et à long terme pour aider à réduire le coût global du capital.

Le coût de la dette est inférieur au coût des capitaux propres parce que les intérêts sur la dette sont déductibles d'impôt. Le coût des capitaux propres comprend les dividendes qu'une entreprise verse aux actionnaires. Les créances sur les fonds ont une priorité sur les actionnaires. La dette peut être moins chère, mais elle comporte aussi le risque de ne pas pouvoir effectuer les paiements à temps, ce qui peut mener à la faillite. L'entreprise doit trouver une structure de capital optimale qui minimise le coût du financement et minimise le risque de faillite.

### **1- La rentabilité économique et la rentabilité financière.**

#### **1-1 - La notion de rentabilité**

Généralement la notion de rentabilité est liée à celle de profit, elle présente l'aptitude d'une entreprise à dégager un résultat compte tenu d'un investissement.

Dans la perspective de la théorie financière, deux optiques peuvent être traditionnellement défendues pour appréhender la notion de maximisation de la valeur de marché : celle de maximisation de la valeur des fonds propres (rentabilité financière) et celle de maximisation de la valeur globale de la firme (rentabilité économique), sous certaines conditions, une convergence des deux optiques.<sup>38</sup>

#### **1-2 - La rentabilité économique ou la rentabilité des actifs**

« La rentabilité économique mesure l'efficacité de l'outil économique utilisé par l'entreprise pour son exploitation courante. C'est un point fondamental de l'analyse financière qui tient compte des performances managériales, stratégiques, concurrentielles, et du degré d'adéquation des actifs économiques à l'activité de l'entreprise »<sup>39</sup>.

---

38.Gérard Charreaux : « Gouvernement d'entreprise », Théories et faits, Ouvrage collectif, Economica, Paris, 1997, Page 61.

39.Mme .Samira RIFKI, M.Abdessadeq SADQI, « structure financière optimale et sensibilité informationnelle des titres » 2004, p.146

Elle exprime la rentabilité de l'activité totale de l'entreprise par l'ensemble des capitaux engagés. Elle est appréciée de différentes manières mais nous tiendrons compte que de la rentabilité économique nette qui conditionne la rentabilité financière d'une entreprise. Elle mesure la performance de l'entreprise ainsi que son aptitude à attirer des nouveaux moyens de financement et à se développer<sup>40</sup>. La norme minimale est de 15%.

Le calcul des ratios de rentabilité économique indique les indicateurs suivants :

- Indicateur de résultat : EBE, RE, RN.
- Indicateur de moyens économiques

Ainsi une entreprise pourra dégager de la rentabilité économique :

- Soit en vendant beaucoup de produits à faible marge (forte rotation, faible marge)
- Soit en vendant peu de produits à forte marge (faible rotation, forte marge)

La formule fréquemment utilisée est :

La rentabilité économique =  $\frac{\text{Résultat net de l'exercice}}{\text{Actif total}}$

De celle-ci, on peut avoir :

Ratio de la rentabilité économique = Marge Brute x Rotation de l'actif

La rentabilité des actifs ( Return On Assets) se calcule en divisant le résultat net par le total actif.

$$\text{RE} = \frac{\text{Résultat Net}}{\text{Total actif}}$$

### 1-3 - La rentabilité financière ou rentabilité des fonds propres (RF)

La rentabilité financière est un indicateur qui permet la comparaison du résultat de l'entreprise aux apports des actionnaires.

---

40. S BRUNO, Nouvelles trésoreries d'entreprises, 5ème éd. Dunod, Paris, 1997, P38

Ce ratio révèle aux actionnaires combien gagne l'entreprise pour chaque dollar qu'ils y ont investi, apports enrichi au fil du temps par l'activité de production et ou de commercialisation et les résultats nets qu'elles ont dégagé, et qui ont été mis en réserves.<sup>41</sup>

Il se calcul comme suit:

$$RF = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Fonds propres}}$$

Ce ratio doit être supérieur au taux du marché monétaire (taux de sortie bancaire) et la norme minimale est de 10%.

En fin, la rentabilité financière d'une entreprise est influencée par :

- La rentabilité économique de ses actifs ;
- La structure financière de l'entreprise ;
- Le coût de dettes ;
- Le différentiel entre la rentabilité économique et le coût de dettes.

Pour une entreprise qui a réalisé une certaine rentabilité économique, il est intéressant de s'endetter à la condition que le coût de cet endettement soit inférieur à la rentabilité économique.

---

41. P. CONSO, et A .COTTA, Gestion financière de l'entreprise, éd. Dunod, Paris, 1998, P214

### 1-4 - La dette comme un levier de rentabilité

Il est attribué à la dette trois principales fonctions. Elle sert de ressources d'appoint permettant de poursuivre, dans le temps, la politique d'investissement initialement définie par l'entreprise ; elle assure plusieurs avantages se répercutant positivement sur la valeur de l'entreprise ou sur sa valeur intrinsèque et boursière ; et elle est une partie intégrante de la structure financière de l'entreprise.

La dette est un levier de rentabilité d'abord par rapport à l'investissement car elle assure la continuité de l'activité de l'entreprise, en évitant la rupture de la stratégie d'investissement, lorsque la contrainte financière s'impose par l'insuffisance d'autofinancement.

### 1-5 - L'endettement et la rentabilité économique

La rentabilité se définit comme l'aptitude de l'entreprise à dégager des bénéfices. Elle s'exprime par le rapport entre les résultats qu'elle obtient (les marges dégagées) et les moyens mis en œuvre à cet effet. Elle résulte de l'ensemble des actifs physiques et financiers détenus par l'entreprise : son capital économique.<sup>42</sup>

La création de richesse repose sur la fameuse relation entre la rentabilité économique et le coût des ressources. La première variable désigne le rendement distribuable aux apporteurs de fonds à savoir les créanciers et les actionnaires. Il s'agit des flux dégagés par l'entreprise et que l'exploitation permet de restituer aux apporteurs de ressources. La rentabilité économique est liée à la performance économique quels que soient les modes de financement mis en œuvre et toutes ressources financière<sup>43</sup>. La deuxième variable indique, quant à elle, les exigences de rémunération des créanciers et des actionnaires, en tenant compte du risque lié à la nature de l'activité et la structure financière de l'entreprise. Delà, il ressort que l'entreprise doit s'engager dans des investissements offrant une rémunération supérieure aux coûts des ressources, pour qu'elle réponde aux anticipations et aux exigences des apporteurs de dettes d'une part et des apporteurs de capital-actions d'autre part.

L'enrichissement des actionnaires se mesure par l'excès de rentabilité économique sur le coût du capital. La principale règle indiquant une bonne gestion et une création de valeur est que la rentabilité économique soit au moins égale au coût du capital. Rappelons que le coût du capital est le produit du coût des dettes, des actions et les poids respectifs de chaque ressource. Le coût de la dette influence considérablement celui des actions car toute augmentation du taux d'endettement est suivie d'une augmentation de coût entraînant, en conséquence, l'augmentation de risque supporté par les actionnaires. Ces derniers à leur tour, augmentent leur rémunération attendue. Un coût de capital-actions élevé ne traduit que la réaction des actionnaires quant à la baisse de leur part dans la structure financière.

---

42. Jérôme Caby et Jacky Koehl : « Analyse financière : Avec un cas d'entreprise », Dareios & Pearson, Paris, 2012, Page 61.

43. Yves-Alain Ach, Catherine Daniel : « Finance d'entreprise », Hachette, Paris 2004, Page 213

Par ailleurs, l'incidence de l'endettement sur le rendement des fonds propres, revenant aux actionnaires ne s'apprécie et ne se mesure qu'au travers la fameuse relation entre l'endettement et la rentabilité économique. Ainsi, la rentabilité économique peut être supérieure ou inférieure au coût de l'endettement. Si elle est supérieure, elle traduit une bonne situation financière se répercutant positivement sur la rentabilité financière, et indique que l'endettement peut faire augmenter la richesse des actionnaires au lieu de la détruire. En revanche, si le rendement des actifs investis est insuffisant pour couvrir le coût de l'endettement, la rentabilité financière décroît et devient négative. C'est pourquoi les actionnaires s'intéressent, avant de s'engager dans quelque entreprise, aux rendements futurs des actifs, voire des investissements. A l'appui de cette analyse, la rentabilité financière recherchée par les actionnaires dépend de la rentabilité économique réalisée. La relation entre les deux rentabilités traduit l'impact de l'endettement, qu'il soit positif ou négatif, sur la valeur.

### 2 - Politique d'arbitrage entre fonds propres et Dette

La structure du capital a fait l'objet d'études approfondies visant principalement à déterminer si la valeur de l'entreprise correspond à la valeur ou si la proportion de la dette n'est pas pertinente pour la valeur de l'entreprise. Les entreprises peuvent financer leurs activités en émettant des titres de créance. Quel est le rôle du gestionnaire du marché financier, qui veut toujours choisir une structure financière optimale ? C'est-à-dire, celui qui maximise la valeur d'une entreprise et minimise son coût du capital. Déductibilité fiscale des paiements interdépendants sous forme de débiteurs. Les preuves ont montré que tout cela cause des injustices, des distorsions économiques et que l'on soumet au public.

Le biais de la dette peut être fait en introduisant la déductibilité fiscale pour les rendements des actions.<sup>44</sup> Beaucoup de travail est fait avec la structure financière son thème principal ; la recherche a ouvert la voie à partir de la contribution de Modigliani et Miller hors-champ.<sup>45</sup> Plus tard, un certain nombre de chercheurs ont montré les effets de l'effet de levier financier sur la valeur d'une entreprise. Beaucoup de ces chercheurs ont montré et renforcé les effets positifs du financement par emprunt et le contraire.

Une entreprise aura un ROE élevé quand il est rentable et il est capable de payer un taux plus élevé que pour les fonds empruntés. Dans les structures financières, il y a une limite au montant de la dette qu'une entreprise peut utiliser dans ses financements. La proportion de la dette et des capitaux propres dépend de la façon dont elle est divisée entre ses flux de trésorerie et sa composante dette. Par conséquent, le levier financier affecte la valeur d'une entreprise. L'objectif de l'entreprise est de maximiser la valeur marchande des actions et la relation entre la valeur de l'entreprise et la structure financière.

---

44. RA Mooij Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions. International Monetary Fund: Fiscal Affairs Department. (2011),pp45-56

45. F Modigliani, Miller M H The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. The American Economic Review 48(1958),pp 261-297.

L'étude de la structure financière repose sur la relation entre les différentes sources de financement à savoir les fonds propres et les dettes. Le recours à chacun de ces modes de financement doit avoir un impact positif sur la valeur de l'entreprise, notamment sur celle créée pour les actionnaires. De ce fait, le choix entre le financement par fonds propres ou par dettes doit s'effectuer dans un cadre d'analyse bien défini et basé sur la fameuse relation entre la rentabilité des capitaux engagés.

### 2-1 - L'effet de levier

"L'effet de levier" est utilisé pour désigner une technique quelconque ayant pour but d'amplifier les profits, mais aussi les pertes. L'effet de levier est une mesure comptable de l'impact de l'utilisation d'apports de capitaux de la part de tiers de l'entreprise par rapport aux capitaux propres à l'entreprise<sup>46</sup>.

#### 2-1-1 - L'effet de levier par endettement

L'emprunt permet d'acquérir des actifs ou d'investir avec un minimum de fonds propres, pour une entreprise, ou d'apport personnel, pour un particulier. Si le taux de rentabilité de l'actif est supérieur au taux du crédit, l'effet de levier est positif et amplificateur. L'endettement permet alors d'augmenter la rentabilité des capitaux propres.

Si le taux de rentabilité de l'actif est inférieur au taux du crédit, l'effet de levier est négatif. Le coût du financement (intérêts de l'emprunt) vient pénaliser la rentabilité des fonds propres. On parle alors d'effet de massue ou de boomerang.

L'effet de levier permet, en fonction de la rentabilité d'une activité ou d'un projet et des taux d'intérêt de mesurer l'utilité de recourir à des financements bancaires ou auprès de tiers. C'est un moyen puissant pour permettre aux détenteurs de capitaux d'obtenir des rendements financiers élevés. Cependant, plus le levier utilisé est important, plus l'effet boomerang peut être terrible.

Le "**levier comptable**" est défini comme le rapport entre les capitaux propres et les capitaux (incluant les dettes).

---

46.S. Chen et J.L. Dodd. « Economic Value Added (EVA) : an empirical examination of a new corporate measure », Journal of Managerial Issues, Automne, (1997), pg. 318-333.

### 2-1-2 - L'impact de la politique de financement sur la création de valeur

La décomposition du ratio de rentabilité financière constitue un levier décisionnel en termes de création de valeur, en permettant à l'entreprise d'agir sur les composantes de chacun de ces ratios. Et delà, elle améliore la rentabilité revenant aux actionnaires. L'effet de levier financier renseigne sur la situation de la rentabilité financière en fonction de la politique de financement de la firme. Il traduit donc l'incidence de la structure financière sur la rentabilité de l'entreprise.<sup>47</sup>

Ceci nous amène à s'interroger sur les facteurs qui déterminent le choix de la structure financière. Le choix de cette dernière doit-il se limiter aux seuls avantages fiscaux procurés par l'endettement ?

Pendant longtemps, le recours à l'endettement est considéré comme un moyen de créer de la valeur pour les actionnaires, via la maximisation de la rentabilité financière, sous réserve que le rendement des projets soit au moins égal au coût des ressources. L'entreprise doit, donc, être prudente quant au choix de sa structure financière d'autant plus que le recours accru à l'endettement augmente à la fois le risque financier (d'illiquidité, de faillite,...) et le risque pris par les actionnaires, entraînant, de ce fait, l'augmentation du coût des fonds propres. Etant donné que dans beaucoup de cas, le recours à l'endettement permet de bénéficier de l'effet de levier de la dette conférant un avantage fiscal, et de limiter la marge de liberté des dirigeants en évitant d'entreprendre des projets à fort risque et dont la rentabilité est incertaine ; l'endettement est conçu comme un moyen d'élimination des opportunités de détruire de la valeur<sup>48</sup>.

Toutefois, les raisons pour lesquelles une telle structure financière est privilégiée plutôt qu'une autre est principalement liées à l'impact de choix de financement sur la rentabilité des actifs économiques. Il est clair que lorsque la rentabilité économique est modifiée, l'effet de levier ne traduit que cette modification affectant ainsi la rentabilité financière. Cela dit, les facteurs qui déterminent le choix de la structure financière sont donc ceux qui affectent la rentabilité des actifs économiques. Lesquels dépendent plus des opportunités stratégiques que l'entreprise a la capacité d'exploiter. Dès lors, les entreprises dont la valeur dépend principalement des opportunités d'investissement et de croissance et ayant un accès privilégié à des opportunités stratégiques futures doivent limiter leur recours à l'endettement par rapport à celles qui n'ont pas accès à de telles opportunités.

### 2- Avantages et inconvénients de mode du financement

Il existe deux types de Financement, emprunt et par fonds propres et chacun a des avantages et des inconvénients.

---

47. ASSOUS NASSIMA « Impact des décisions financière sur la création de valeur au sein des entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger » Thèse de Doctorat, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2015. P.105

48.G. Hirigoyen « Stratégie et finance : approche par la création de valeur », Encyclopédie de Gestion, Paris, Economica, 2e édition, article 162, (1997), pp. 3064-3092.

**3-1 - Financement par emprunt** : est le capital acquis par le biais de l'emprunt de fonds devant être remboursé à une date ultérieure. Les types communs de la dette sont emprunt et crédit<sup>49</sup>. En outre, les paiements sur la dette sont généralement déductibles d'impôt. L'inconvénient du financement par emprunt, c'est que les prêteurs exigent le paiement d'intérêts, ce qui signifie le montant total remboursé excède la somme initiale.

### 3-1-1 - Avantages

- Garder le contrôle. Lorsque vous acceptez le financement par emprunt auprès d'une institution de prêt, le prêteur n'a aucun mot à dire dans la façon dont vous gérez votre entreprise. Vous prenez toutes les décisions. La relation commerciale se termine une fois que vous avez remboursé le prêt en entier.
- L'avantage fiscal. Le montant que vous payez en intérêts est déductible d'impôt, réduisant ainsi votre obligation nette.
- Planification plus facile. Vous savez à l'avance exactement combien principal et des intérêts vous sera rembourser chaque mois. Cela rend plus facile pour le budget et faire des plans financiers.

### 3-1-2 - Inconvénients

Financement par emprunt a ses limites et ses inconvénients.

- Les exigences de qualification. Vous devez avoir une assez bonne cote de crédit de recevoir un financement.
- Discipline. Vous aurez besoin d'avoir la discipline financière à rembourser à temps. Faire preuve de retenue et utiliser le bon jugement financier lorsque vous utilisez la dette. Une entreprise qui est trop tributaire de la dette pourrait être considérée comme « risque élevé » par les investisseurs potentiels, et qui pourrait limiter l'accès au financement par capitaux propres à un certain moment.
- Garantie. En acceptant de fournir des garanties suffisantes pour le prêteur, vous pourriez mettre certains actifs de l'entreprise à un risque. Vous pouvez également être invité à garantir personnellement le prêt, potentiellement menacer vos propres ressources.

**3-2 - Financement par capitaux propres** se réfère aux fonds générés par la vente de stock. Le principal avantage du financement par actions est que fonds ne doivent pas être remboursés. Cependant, financement par capitaux propres n'est pas la solution non-cordes-attachées, qu'il peut sembler. Actionnaires d'acheter à la condition qu'ils possèdent alors une petite participation dans l'entreprise.

---

49.Mohamed haloui « Banque-Entreprise :fragilité d'une relation »p.34

L'entreprise est alors redevable aux actionnaires et doit générer des profits cohérents afin de maintenir une saine évaluation des titres et de verser des dividendes<sup>50</sup>. Financement par capitaux propres étant un plus grand risque pour l'investisseur que le financement par emprunt est au prêteur, le coût des capitaux propres est souvent plus élevé que le coût de la dette.

### 3-2-1 - Avantages

- Moins de fardeau. Avec le financement par capitaux propres, il n'y a aucun prêt à rembourser. Cela offre un soulagement de plusieurs façons. Tout d'abord, l'entreprise ne doit pas faire une mensualité de prêt. Cela peut être particulièrement important si l'entreprise initialement ne génère pas un profit. Cela aussi vous libère pour canal plus d'argent dans le développement de l'entreprise.
- Problèmes de crédit passés. Si vous manquez de solvabilité — à travers une histoire de mauvais crédit ou absence d'antécédents financiers — équité peut être préférable ou mieux convenir que le financement par emprunt.
- Apprendre, acquérir des partenaires. Avec le financement par capitaux propres, susceptibles de constituer des partenariats — informel, peut-être — avec des individus plus compétents ou expérimentés. Certaines peuvent être bien relié. Dans l'affirmative, votre entreprise pourrait bénéficier de leurs connaissances et leur réseau d'affaires

### 3-2-2 - Inconvénients

- Bénéfice d'action. Vos investisseurs attendront — et méritent — un morceau de vos profits. Toutefois, il pourrait être un compromis intéressant si vous bénéficiez de la valeur qu'ils apportent comme des bailleurs de fonds et/ou leur sens aigu des affaires et leur expérience.
- Perte de contrôle. Le prix à payer pour le financement par capitaux propres et de tous ses avantages potentiels, c'est que vous devez prendre le contrôle de la société.
- Conflit potentiel. Partager la propriété et d'avoir à travailler avec les autres pourraient conduire à des tensions et des conflits même s'il existe des différences de vision, style de gestion et des moyens de gestion de l'entreprise. Il peut être un problème à examiner avec soin .

### 3-3 - La technique de l'arbitrage comme facteur clé de création de valeur

L'imperfection du marché en raison de l'incertitude, l'asymétrie informationnelle et l'opportunisme des agents, incite les entreprises à être prudentes dans leurs décisions et leurs choix notamment liés au financement.<sup>51</sup>

---

50. Etude sur le financement des entreprises UTICA 2001.

51. ASSOUS NASSIMA, Op.cit, p.88

L'objectif est de minimiser, voire d'éviter les coûts résultant de ces imperfections<sup>52</sup>. En effet, en présence de fiscalité, l'entreprise ne maximise de valeur lors de ses choix de financement qu'en arbitrant entre les coûts de faillite et les économies d'impôts inhérents au financement par dettes. Elle optimise, donc, sa structure de financement lorsqu'elle arrive à minimiser les coûts liés à l'endettement et maximiser les économies d'impôt. Toutefois, la technique de l'arbitrage ne se limite pas à la simple comparaison entre les coûts et les gains relatifs au financement par dettes. Elle s'étend aussi aux fonds propres. D'ailleurs, toute la problématique est là.

La politique d'arbitrage permet à l'entreprise de bien réussir ses choix de financement en comparant les coûts et les gains relatifs à chaque mode de financement. La politique d'arbitrage permet à l'entreprise d'articuler entre ces trois objectifs, tout en utilisant les effets favorables de l'endettement (avoir un effet de levier financier positif) d'une part, et en tenant compte de la capacité maximum de l'endettement pour minimiser le risque financier d'autres part.

### 4 - Le Coût de capital et la notion de l'EVA

Le montant d'argent qui est nécessaire pour obtenir les capitaux provenant de différentes sources, appelés le coût du capital, est crucial pour déterminer la structure optimale du capital de l'entreprise. Coût du capital est exprimée comme un pourcentage ou comme un montant en dinars, selon le contexte. Toutes les ressources financières dont peut disposer l'entreprise ont un coût, il n'y a pas de ressources gratuites. C'est la raison pour laquelle l'entreprise doit définir une stratégie financière lui assurant un choix de financement le plus opportun.

#### 4-1 - Coût de capital

Pour définir le coût de capital est le taux de rentabilité minimum que doivent dégager les investisseurs de l'entreprise afin que celle-ci puisse satisfaire à la fois l'exigence de rentabilité des actionnaires (coût de capitaux propres) et l'exigence de rentabilité des créanciers (coût de l'endettement). Et donc le coût de différentes sources de financement de l'entreprise. Appelé ainsi CMPC : coût moyen pondéré du capital.

Le Coût de capital est une notion fondamentale pour les entreprises en matière de politique financière car il est au cœur des mesures de la création de la valeur il sert à la fois pour la sélection des investissements et l'évaluation de l'entreprise. Mais avant d'aller plus loin il est nécessaire de souligner deux points fondamentaux<sup>53</sup>:

- Le coût de capital est équivalent au coûts moyen pondéré du capital ;

---

<sup>52</sup>J. Lintner « The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets », Review of Economics and Statistics, vol. 47, 1, (1965), pp. 13-37.

<sup>53</sup>J.B. Barney « Firm resources and sustained competitive advantage », Journal of Management, vol. 17, 1, (1991), pp. 99-120

- Par capital, on entend les différentes sources de financement de l'entreprise, qu'il s'agisse des capitaux propres ou de dettes financières. Le coût de capital ne se réfère donc pas au seul capital social ; Les capitaux propres et les dettes de financements représentent ce que l'on appelle le capital investi. Ces deux sources qui sont de natures très différentes ont comme point commun d'avoir un coût représenté par la rentabilité exigée par ceux qui l'ont apporté à savoir :
- Les actionnaires pour les capitaux propres ;
- Les créanciers financiers pour les dettes financières ;

A cet effet dans ce rapport, on sera amené à étudier les coûts du capital et l'importance de chaque composante dans la détermination du coût moyen pondéré du capital et ceci on se référant à des modèles économiques et financiers tout en présentant l'apport de chaque modèle et ses limites.

### Evaluation de coût de fonds propres :

**4-2 - Coût des capitaux propres :** Les capitaux propres ne sont pas gratuits. En effet, les apporteurs de capitaux auraient pu placer leurs fonds en achetant des actions d'autres sociétés au lieu de les investir dans leur propre entreprise. Le manque à gagner subi par les apporteurs du fait de leur renonciation aux autres possibilités de placement représente le coût des capitaux propres. L'évaluation de coût des capitaux propres peut être faite par deux moyens.

- ✓ Par le modèle d'équilibre des actifs financiers(MEDAF).
- ✓ Par le modèle actuariel de Gordon-Shapiro.

#### 4-2-1 - 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>54</sup>.

Le modèle est fondé sur la théorie du portefeuille qui démontre l'intérêt pour un investisseur rationnel à diversifier son portefeuille dans le but d'atteindre le niveau optimal du **couple rentabilité-risque** (risque minimum et rentabilité moyenne).

Le MEDAF en élargit le champ d'action puisqu'il se situe au niveau de l'ensemble des intervenants sur les marchés financiers.

Selon le MEDAF, la rentabilité ou le coût d'une action dépend de la rémunération de l'actif sans risque et d'une compensation visant à indemniser la prise de risque (prime du risque).

---

54.KADA Megroaoui <manuel de finance d'entreprise>Edition Berti, Alger 2015, Pg6

Le MEDAF ne mesure pas un niveau de risque mais s'attache au risque relatif d'un titre ou d'un portefeuille par rapport au marché, c'est-à-dire à son bêta. Ainsi, la prime de risque d'un actif  $i$  est égale à son bêta multiplié par la prime de marché. Par conséquent, la formule du MEDAF est la suivante :

$$R_i = r_f + (r_m - r_f) \beta_i$$

Avec;

- $R_i$  = Rentabilité de l'actif risqué
  - $R_f$  = Le taux d'intérêt sans risque qui se réfère habituellement au rendement des obligations d'État ou aux bons du Trésor du pays auquel appartient la société à évaluer.
  - $(R_m - r_f)$  = La prime du risque du marché, la prime de risque moyenne requise pour investir dans des actifs risqués (par exemple, les actions) en comparaison avec des investissements sûrs (par exemple, les obligations d'État). Plus précisément, c'est la différence entre le rendement d'actifs risqués et celui d'actifs non risqués.
- L'actif sans risque, noté  $r_f$ , se réfère habituellement au rendement des obligations d'État auquel appartient la société à évaluer, avec une maturité identique à l'horizon d'investissement .
- $\beta_i$  = une mesure du risque systématique.

Un **Beta** supérieur à 1 signifie que l'entreprise est considérée comme devant avoir un risque et un rendement plus élevés que le marché en général car elle amplifie les mouvements du marché. Un  $\beta$  inférieur à 1 signifie que la société a un risque et un rendement plus faibles que le marché. Ce coefficient mesure donc la sensibilité (ou la volatilité) de l'actif par rapport au marché. Plus  $\beta$  est élevé plus l'actif est considéré comme volatile et donc risqué.

L'estimation de bêta repose sur une analyse historique des relations entre les fluctuations du cours d'une action et celles du marché. Ces relations sont représentées graphiquement dans un nuage de points et ajustées par une droite déterminée graphiquement ou statistiquement par la méthode des moindres carrés ordinaires. 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.

En conclusion, le risque total d'un investissement est égal au risque systématique plus le risque spécifique. Le risque systématique provient du risque du marché et ne peut être éliminé, alors que le risque spécifique peut se réduire, voire s'annuler, en diversifiant les investissements.

**4-2-2 - Par le modèle actuariel de Gordon-Shapiro :** Dans ce modèle, **la valeur de l'entreprise est obtenue par capitalisation des dividendes**. La méthode s'appuie sur le fait que les dividendes constituent la source des revenus des actionnaires.<sup>55</sup>

Elle est pertinente lorsque la société pratique depuis longtemps une politique de distribution de dividende, et dispose d'une trésorerie suffisante pour lui permettre d'effectuer les distributions même lorsque les résultats sont faibles.

Deux cas peuvent être considérés :

- a) **Les dividendes sont constants** (taux de croissance  $g = 0$ ). Dans ce cas, l'évaluation est obtenue en capitalisant les dividendes:

$$K = D_i / P$$

-K= le coût des capitaux propres, exigence de rémunération des actionnaires.

-D= les dividendes moyens constants distribués.

-P= prix action

- b) **Les dividendes croissants à un taux constant** «  $g$  » positif : Le modèle de G-S considère en effet, que le cours actuel d'une action n'est autre que l'actualisation des dividendes futurs attendus par l'action.

Il est également appelé « modèle de croissance ». Il ne tient pas compte des plus-values, considérant que lorsque le flux de dividendes est perpétuel (il tend vers l'infini), la plus-value n'a pas d'incidence sur l'évaluation de l'action.

---

55. Taggart, KA, A model of corporate financing decisions. Journal of Finance 32, 1977, pg 67

Précisons que pour déterminer le taux de croissance des dividendes «  $g$  », on a recours aux données historiques de l'action et des prévisions des analystes concernant les dividendes futurs<sup>56</sup>.

$$k = \frac{D_i + g}{p}$$

Dans ce modèle, on part de l'hypothèse que les dividendes vont croître indéfiniment à un taux constant.

- $D_i$ = Dividende espéré à la période.

- $P$ = prix action

- $g$ = taux de croissance stable des dividendes par action sur longue période.

Les critiques adressées à l'analyse de Modigliani et Miller convergent autour de la remise en cause du « réalisme » du modèle. L'hypothèse théorique de perfection des marchés, les critiques opposent l'imperfection des marchés financiers.

Or l'hypothèse de perfection est évidemment un rôle central dans la justification des propositions de M.M., puisque la validité de ces dernières est conditionnée par l'intervention de mécanismes d'arbitrage qui, eux-mêmes, présupposent une parfaite substituabilité entre titres présentant des caractères analogues de risque et de rendement attendu.<sup>57</sup>

Les apports traditionnels (classiques et néo-classiques), en théorie financière et plus exactement en matière de structure du capital des entreprises, ont fait l'objet de plusieurs critiques dans la mesure où ces derniers sont fondés à partir d'un certain nombre d'hypothèses qui caractérisent le marché parfait.

Ainsi, étant loin de la réalité, le modèle de Modigliani et Miller développé dans leur premier article de 1958 a été remis en cause par l'introduction d'un certain nombre de critères qui régissent le marché à savoir la fiscalité, les coûts de faillite, les coûts d'agence et l'asymétrie d'information.

La prise en compte de ces imperfections va être à l'origine de la naissance de trois familles de théories qui vont contribuer à la compréhension des structures d'endettements des entreprises.

---

<sup>56</sup> M.H., Miller Rock K. « Dividend Policy under Asymmetric Information », Journal of Finance, 1985, vol. 40, p. 31-34

<sup>57</sup> Idem, p. 103

Ces trois familles sont respectivement appelées: Théorie des compromis (Trade off) Théorie de financement hiérarchique (pecking order) et la Théorie de Market Timing.  
Evaluation de coût de la dette :

La détermination du coût de capital suppose non seulement la détermination du coût de fonds propres mais aussi le coût de la dette. Dans le sens courant, le coût de la dette est le coût de l'obtention de la dette sur le marché.

### 4-3 - Le coût de la dette et la valeur de l'entreprise

Il n'y a pas de ressources financières gratuites. Que l'entreprise fasse appel au financement par fonds propres ou par dettes, elle est tenue de rémunérer les risques inhérents à chacun de ces modes de financement.

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<sup>58</sup>. Il n'est pas la moyenne pondérée des dettes passées mais le taux d'intérêt actuel car le taux d'actualisation ou le coût du capital, servant à évaluer les projets d'investissement actuels, doit être composé logiquement des coûts actuels et non passés, reflétant le montant actuel et présent des ressources utilisées pour financer ces projets. En effet, l'étude ne devient significative qu'en tenant compte des coûts de fonds propres et de dettes actuels lors de l'évaluation des projets d'investissement. Illogique d'utiliser un taux d'actualisation reflétant le coût des ressources passé et non actuel pour évaluer des projets d'investissement actuels.

L'avantage de la dette est qu'elle permet en de ça d'un certain seuil de bénéficier d'un avantage fiscal non négligeable, lié à la déductibilité des charges financières réduisant le montant du bénéfice imposable. Certes, lors de la détermination du coût de la dette, il faut tenir compte de cet avantage. Ainsi, le coût d'un emprunt correspond au taux d'intérêt actuel diminué de l'impôt sur les bénéfices des sociétés du fait que les intérêts sont fiscalement déductibles. L'objectif est de tenir compte de l'avantage fiscal dans le calcul du coût des dettes, et ce en le calculant après l'impôt sur le bénéfice de la société. Ainsi, c'est le coût net qui est utilisé :  $\text{taux de dettes} \times (1 - \text{IBS})$ .<sup>59</sup>

#### 4-3-1 - Coûts de l'emprunt

##### Définition

Le coût actuariel de l'emprunt est le taux d'actualisation qui égalise la valeur actuelle des annuités au montant du capital emprunté et initialement encaissé. Il importe d'intégrer la commission et les frais de dossiers prélevés par la banque (qui viennent en diminution du capital emprunté) ainsi que les coûts de prise de garantis (frais et taxes payées) dans le calcul du coût de l'emprunt. Le taux actuariel net de l'emprunt résulte donc de l'égalisation du montant encaissé de l'emprunt à la somme des flux de remboursement actualisés induits par cet emprunt. C'est un coût explicite calculé généralement après impôt compte tenue de la déductibilité fiscale financière induites.

<sup>58</sup>. Annaïck Guyvarc'h, Arnaud Thauvron : « Finance », Editions Foucher, Paris, 2010, Page 43.

<sup>59</sup>. Annaïck Guyvarc'h, Arnaud Thauvron, Op. Citée, Page 43.

Mathématiquement :

$$ME = \sum_{t=1}^n \frac{R_t + I_t - E_t}{(1+k_d)^t}$$

K<sub>d</sub> : coût de la dette recherché

ME : montant encaissé

R<sub>t</sub> : remboursement de la période t, prime comprise

I<sub>t</sub> : charge d'intérêt de la période t

E<sub>t</sub> : économie d'impôt de la période t lié à la charge d'intérêt et à l'amortissement de la prime.

#### 4-3-2 - Le coût moyen pondéré du capital : un élément essentiel pour la valeur

L'appréciation de la création de valeur ne se fait qu'en se basant sur le coût du capital, car il représente la rentabilité minimum que doivent réaliser les entreprises en investissant les fonds mis à leur disposition.

Le coût moyen pondéré du capital d'une entreprise résulte de la moyenne des coûts des différentes sources de financement pondérée par le poids relatif de chaque source dans la structure. Le coût moyen pondéré du capital correspond au coût de financement de l'entreprise c'est-à-dire, le taux de rentabilité minimum que l'entreprise doit dégager pour satisfaire l'exigence de rémunération des apporteurs de fonds créanciers ou actionnaires. Le poids de chaque source de financement (coefficient de pondération) résulte de leurs valeurs de marché respectives et non des valeurs comptables. L'objectif est toujours l'optimisation de la valeur de marché et par suite des fonds propres de l'entreprise.

On peut écrire :

$$K = \frac{V_{CP}}{V_{CP} + V_D} \times K_{CP} + \frac{V_D}{V_{CP} + V_D} \times (1 - IS) \times K_D$$

V<sub>CP</sub> est la valeur des capitaux propres (fonds propres)

V<sub>D</sub> est la valeur de la dette de financement

k<sub>CP</sub> est le taux exigé par les actionnaires,

IS est le taux d'imposition

k<sub>D</sub> est le taux d'intérêt auquel la société peut s'endetter aujourd'hui

A mesure que le coût du capital augmente, l'entreprise est contrainte d'augmenter sa rentabilité pour créer de la valeur, car le coût des ressources ne représente que le rendement minimum que doit réaliser l'entreprise et le rendement que les actionnaires s'attendent à percevoir s'ils placent leur fonds dans un projet financier similaire. Tout rendement supérieur au rendement minimum exigé constitue une richesse au-delà de la norme, qui profite à l'entreprise. Toutefois, une meilleure combinaison des ressources s'impose afin de bénéficier des avantages de chacun des modes de financements.

### 4-4 - Le choix d'une structure financière et la valeur

La structure financière doit se présenter un aspect pour qu'elle maximise la valeur de l'entreprise. Qui est la maximisation des fonds propres en jouant sur les mécanismes de l'effet de levier (impact positif de l'endettement sur la rentabilité grâce aux économies fiscales).

L'étude de la structure financière se base sur la comparaison des différentes sources de financement à savoir les fonds propres et les dettes. En effet, l'entreprise choisie le mode de financement le plus adéquat à sa situation et le plus créateur de valeur, en se basant sur le principe d'arbitrage entre les coûts et les gains inhérents à la fois au financement par fonds propres et au financement par dettes., lorsque la rentabilité des capitaux engagés (investis) est supérieure au coût de la dette (le taux d'intérêt), la rentabilité des fonds propres atteint son maximum et l'entreprise privilégie le financement par dettes.

#### 4-4-1 - Structure financière et la valeur économique ajoutée (EVA) :

L'idée de base de l'*Economic Value Added*, consiste à dire qu'une entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires dès lors **que la rentabilité des capitaux investis dépasse le coût des différentes sources de financement utilisées**, aussi bien les dettes que les fonds propres. Cela se justifie, par le fait que ces derniers ne représentent pas un moyen de financement gratuit puisque les actionnaires exigent une rémunération pour le risque pris.

L'EVA se définit donc comme étant la différence entre le résultat opérationnel de l'entreprise après impôt et la rémunération du capital utilisé pour son activité.<sup>60</sup>

**Une EVA positive** signifie que l'entreprise a créé de la valeur pour l'actionnaire. En d'autres termes, la rentabilité de l'entreprise est supérieure à la rémunération des capitaux apportés pour financer l'actif économique.

**Une EVA nulle** engendre une situation d'équilibre c'est à dire que l'entreprise n'est ni créatrice ni destructrice de valeur.

---

<sup>60</sup>Shaked I., Michel A. et Leroy P « Pourquoi l'EVA s'est imposée », L'Expansion Management Review, n° 90, Septembre, . (1998), pp. 54-63.

Une **EVA négative** signifie qu'il y a eu une destruction de la valeur. Le message central de l'EVA consiste donc à dire qu'il ne suffit pas d'avoir un résultat net positif ou un certain niveau de bénéfice par action mais l'entreprise doit gagner assez pour couvrir le coût de la dette et le coût d'opportunité du capital avant même de penser à créer de la valeur (Shaked, Michel et Leroy, 1998).

### La mesure de l'EVA :

$$\text{EVA} = (\text{RCI} - \text{CMPC}) * \text{CI}$$

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Rémunération du capital}$$

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{Coûts du capital} * \text{capital investi})$$

Avec

-RCI : Taux de rentabilité des capitaux investis

-CMPC : Coûts moyen pondérée du capital

-CI : Capitaux investis ou l'actif économique

L'EVA est égale donc au produit des capitaux investis par la différence entre leur taux de rentabilité et leur CMPC ou encore elle représente la différence entre le bénéfice d'exploitation net d'impôt ajusté (NOPAT) et la rémunération des capitaux investis.

L'apparente simplicité de la compréhension et de l'application de cette formule d'EVA ne peut pas cacher la difficulté d'obtenir une image précise de la valeur si l'on ne tient pas compte des facteurs et des ajustements adéquats uniques à chaque entreprise (Shaked, Michel et Leroy (1998), Bogotol (1997), Young (1998)). Grâce à ces ajustements, on peut donner une approximation de la trésorerie après impôts de l'entreprise disponible pour le réinvestissement interne ou la distribution aux actionnaires.

### 4-4-2 - Décision de financement et EVA

La décision de financement que doit prendre l'entreprise consiste à choisir généralement entre deux catégories de financement. Il s'agit d'une part du financement par fonds propres qui englobe à son tour l'autofinancement et l'augmentation du capital et d'autre part, le financement par endettement.

#### a. Financement par fonds propre et EVA

La première représente le rapport entre le **NOPAT et les capitaux investis (CI)**. Pour l'étude de la relation qui existe entre l'autofinancement et l'EVA, nous sommes conduits à examiner la rentabilité des CI mesurée par le rapport NOPAT :

Etant donné que plus l'entreprise est rentable plus elle opte pour le choix de financer ses investissements par autofinancement.

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} / \text{CI}$$

Avec

-EVA- Economic Added value (Valeur ajoutée économique)

-NOPAT –Net operating profit after tax (resultat net d'exploitation après impot)

- CI – Capital investir (Immobilisations et BFR)

D'un autre côté et en se référant à la formule de l'EVA nous constatons que plus le NOPAT, principale source d'autofinancement, est important plus l'EVA sera importante.

La deuxième mesure permet d'examiner la **capacité d'autofinancement** de l'entreprise et de voir le poids du NOPAT dans cette capacité :

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} / \text{CAF ajustée}$$

Avec

EVA- Economic value added

NOPAT- Net operating profit after tax (Profit net d'exploitation après impôt)

La troisième mesure, il s'agit d'examiner l'importance de l'autofinancement d'expansion, représenté par les réserves pour réinvestissement (RR) exonéré, par rapport aux CI.

$$\text{EVA} = \text{RR} / \text{CI}$$

Pour le financement par **augmentation du capital**, lorsque l'entreprise procède à une augmentation du capital pour financer un investissement, ses fonds propres vont s'accroître et le nombre des actions en circulation va augmenter.<sup>61</sup>

---

<sup>61</sup>. J.M STERN. & A. CASTILLO « Origines et applications de l'EVA », *Revue Echanges*, N°150, Décembre 1998, pg 34.

Par conséquent, les CI de l'entreprise vont augmenter étant donné qu'ils représentent la somme des fonds propres et des dettes financières.

L'influence alors que peut avoir une augmentation du capital sur la création de valeur peut être mesurée par le rapport entre le montant de la variation du capital suite aux augmentations effectuées et les CI.

$$\text{EVA} = \text{Variation K/CI}$$

Pour les équivalents fonds propres, ils concernent particulièrement les ajustements des dépenses de R&D et frais assimilés, le *goodwill*, les impôts différés et les provisions.

Ces ajustements donnent lieu à un accroissement des capitaux investis et la non prise en considération de ce type de retraitement peut sous-évaluer les capitaux investis et par conséquent, surestimer l'EVA.

Ces équivalents fonds propres représentent donc une source de financement cachée et une partie de l'investissement sur laquelle les dirigeants sont obligés à dégager un rendement compétitif.

Outre les mesures ci-dessus sélectionnées, nous ajoutons d'autres variables afin de voir l'importance, en général, du financement par fonds propres et son impact sur la valeur économique ajoutée de l'entreprise ainsi que l'importance de la rémunération des FP (RFP) par rapport au coût du capital CMPC.

**b. Financement par dettes financières (DF) et EVA :** Pour les dettes financières, nous avons sélectionné les mesures suivantes : levier financier (DF/FP), le poids des dettes financières par rapport aux capitaux investis (DF/CI) et l'importance de la rémunération des dettes financières (RDF) par rapport au coût du capital CMPC (RDF/CMPC).

D'un autre côté, l'entreprise qui choisit de financer ses projets d'investissement par endettement bénéficie d'un avantage fiscal qui consiste à une déduction du bénéfice imposable des intérêts relatifs à l'emprunt, au titre de l'impôt sur les sociétés. Dans ce sens, Bogliolo (1997) a élaboré une deuxième formulation du CMPC vu de l'actif, pour tenir compte de la déductibilité des intérêts relatifs à la dette financière notée comme suit :

$$\text{CMPC} = \text{CAE} \times (1 - T \times \text{AE/DF})$$

Avec CAE le coût de l'actif économique :  $\text{CAE} = \text{TSR} + (\text{BRI} \times \text{PRM})$

On désigne par :

**-TSR** : Le Taux Sans Risque. C'est le rendement d'un investissement dans un actif à risque nul.

**-BRI** : Business Risk Index. C'est l'indice du risque opérationnel, particulier à l'entreprise donné par rapport à l'ensemble du marché. Selon Bogliolo (1997.), cet indice caractérise le risque spécifique de cette entreprise compte tenu, d'une part, de son secteur industriel ou de services ; et d'autres part, de ses particularités au sein de ce secteur.

**-PRM** : Prime de Risque de Marché. C'est un rendement supplémentaire d'un investissement dans le portefeuille global de l'ensemble du marché.

Cette formule nous permet de calculer l'impact de l'endettement sur le coût du capital et par conséquent sur l'EVA.

D'après cette formulation, Bogliolo (1997) a conclu qu'à coût de l'actif économique égal, une même entreprise verra son coût du capital décroître en fonction de son recours accru à l'endettement grâce à la déductibilité des intérêts de son résultat imposable. Ce qui fera augmenter la valeur économique ajoutée (EVA) de l'entreprise.<sup>62</sup>

En conséquence, la déductibilité des intérêts relatifs à l'endettement du résultat opérationnel de l'entreprise a un impact prépondérant sur la décision de financement et par conséquent, sur la création de valeur. Nous pouvons donc prévoir une relation importante entre l'impôt et la création de valeur par l'intermédiaire de la décision de financement.

De ce fait, en se référant à Bogliolo (1999), la variation de la valeur économique ajoutée en fonction de celle des impôts relatifs aux dettes financières est résumée comme suit ;

$$EVA/DF = - (EBIT - (CAE \times DF))$$

Ce terme est négatif lorsque le taux d'impôt baisse, la valeur de l'EVA croîtra. Néanmoins, ceci n'est valable que lorsque le résultat d'exploitation est suffisant pour couvrir le coût de la dette non pas à son taux d'intérêt facial mais au coût de l'actif économique.

Pour créer de la valeur pour ses actionnaires l'entreprise doit dégager une rentabilité supérieure au coût des différentes sources de financement utilisées. Pour bien mesurer cette création de valeur, plusieurs paramètres doivent être pris en considération parmi eux c'est la valeur économique ajoutée. La **valeur économique ajoutée** (Economic Value Added, **EVA**) est l'excédent de résultat dû à l'activité d'une organisation par rapport au coût du financement des apporteurs de capitaux.

---

<sup>62</sup> BOGLIOLO F. (1997), « Les quatre coûts du capital », *Revue du Financier*, N°13, pg45

Partant d'un résultat d'exploitation retraité (proche de l'EBE), cet indicateur peut être considéré comme un indicateur proche des flux de trésorerie mais il reste constitué de flux de fonds. L'EVA est donc un indicateur financier utile aux apporteurs de capitaux qui vérifient ainsi si leurs investissements (stratégiques ou tactiques) génèrent un excédent de trésorerie.

### Conclusion

Au cours de ce chapitre, la quête d'une structure financière a pour point de départ la question de la neutralité ou non de choix de financement sur la situation des actionnaires. L'effet de l'endettement de l'entreprise sur le rendement des capitaux propres et risque supporté par les actionnaires nous impose une contrainte, on ne peut raisonner qu'à situation comparable, ce qui en bon langage financier signifie que l'on doit comparer la situation des actionnaires selon la présence ou non des dettes, à niveau de risque équivalent.

La structure financière doit se présenter un aspect pour qu'elle maximise la valeur de l'entreprise. Qui est la maximisation des fonds propres en jouant sur les mécanismes de l'effet de levier. L'étude de la structure financière se base sur la comparaison des différentes sources de financement à savoir les fonds propres et les dettes. En effet, l'entreprise choisit le mode de financement le plus adéquat à sa situation et le plus créateur de valeur, en se basant sur le principe d'arbitrage entre les coûts et les gains inhérents à la fois au financement par fonds propres et au financement par dettes., lorsque la rentabilité des capitaux engagés (investis) est supérieure au coût de la dette (le taux d'intérêt), la rentabilité des fonds propres atteint son maximum et l'entreprise privilégie le financement par dettes.

Le concept de valeur ne fait pas l'unanimité, il s'est métamorphosé au fil des ans. En effet l'entreprise a successivement été assimilée à une boîte noire, à une entité de type contractuel et enfin à une organisation partenariale. Parallèlement sa valeur correspond respectivement au profit, à la valeur actionnariale et à la valeur partenariale.

Les coûts de capital exigent l'ensemble des pourvoyeurs de fonds de l'entreprise pour accepter de la finance et de dégager ses investissements sur moyenne période. Les dettes sont moins onéreuses que les capitaux propres car ils sont moins risqués. Dès lors, tout accroissement modelé de l'endettement permet de réduire les coûts de capital puisqu'il y a substitution d'une ressource peu onéreuse, et les capitaux propres justifient l'utilisation de l'effet de levier.

En effet tout accroissement de la dette augmente le risque pour son détenteur. Le marché exige alors le rendement des fonds propres plus élevé. Cette augmentation des coûts de capital requis sur les capitaux propres annule donc une partie de la diminution de coûts entraînée par le recours à l'endettement.

Par ailleurs, la popularité croissante de la méthode EVA reflète la prise de conscience que les instruments de la mesure du passé, en particulier le rendement de capitaux propres et autres outils basés uniquement sur les données comptables à désirer lorsqu'il s'agit de mesurer la création de valeur. La conception de L'EVA s'appuie sur des références théoriques qui témoignent d'un degré d'élaboration analytique plus intéressant que les constructions comptables ou financières de la valeur.

### CHAPITRE 3 : CAS DE L'ENIEM COMME ILLUSTRATION DES DEVELOPPEMENTS THEORIQUES

#### Introduction

Les mécanismes financiers sont indissociables des relations d'échanges qui existent entre les différents agents économiques. On ne peut donc analyser la vie financière des entreprises sans les situer dans l'environnement économique, social et financier auquel elles appartiennent.

On aborde souvent les problèmes financiers au travers des documents comptables, la technique comptable est une technique d'enregistrement et d'analyse dont l'objet principal est le calcul du bénéfice d'une période et l'inventaire permanent de la situation patrimoniale de l'entreprise. Il est difficile de dissocier les aspects juridiques, fiscaux, comptables et financiers de la vie de l'entreprise. Le recours aux documents comptables et en particulier au bilan, le compte de charges et de produits et le tableau de financement s'explique aisément. Ces documents constituent la principale source d'informations financières concernant une entreprise. Encore faut-il savoir comment lire, résumer et interpréter ces données et aussi comment les comparer pour des sociétés différentes. C'est l'objet de l'analyse financière.

Après avoir présenté les bases de l'analyse financière et son importance sur la performance de l'entreprise à travers les indicateurs financiers les plus utilisés dans l'analyse financière des états financiers, on va essayer de faire une projection de l'étude théorique sur l'entreprise. Pour cela, nous avons choisi le cas de l'entreprise ENIEM: Tizi-Ouzou

A travers ce chapitre, nous ferons part de la présentation de l'ENIEM dans la première section.

Dans la deuxième section nous allons mener une analyse financière à travers les équilibres financiers, les soldes intermédiaires de gestions et l'analyse par l'étude de quelques ratios.

Dans la troisième section nous allons présenter les l'impact des choix entre fonds propres et dette l'entreprise ENIEM.

Et pour conclure, nous terminerons par des recommandations nécessaires pour atteindre une bonne structure et performance financière.

### Section 1 : Présentation et organisation de l'ENIEM.

Dans cette section nous allons étudier l'histoire de l'ENIEM, le patrimoine de l'entreprise, sa mission, ses objectifs et les activités de l'entreprise.

#### 1- Présentation générale de l'ENIEM

Parmi plusieurs entreprises algériennes qui utilisent dans leurs opérations d'importation la technique d'analyse financière lors de la livraison des marchandises pour leurs protections, On trouve l'ENIEM.

##### 1-1 - Création de l'ENIEM

Le complexe d'appareils ménagers résulte d'un contrat « produit en main » établie dans le cadre du premier plan quadriennal, et signé le 21 Aout 1971 avec un groupe d'entreprises Allemandes représentées par le chef de file D.I.A.G (groupe allemand de construction de génie civil) pour une valeur de 400 millions de dinars. Les travaux de génie civil ont été entamés en 1972 et la réception des bâtiments avec tous les équipements nécessaires a eu lieu en juin 1977 dans la zone industrielle d'Oued Aissi à une dizaine de kilomètres à l'Est du chef-lieu de la wilaya de Tizi-Ouzou.

La superficie totale est de 55 hectares dont 12 ,5 hectares couverts, il est entré en production le 16-06-1977.

##### 1-2 - Evolution de l'ENIEM

L'entreprise Nationale des Industries de l'Électroménager (ENIEM) est issue de la restructuration de l'ex-société nationale de fabrication et du montage du matériel et électronique (SONELEC). L'ENIEM a été créée en janvier 1983 à partir de fonctions déjà existantes au sein de l'entreprise-mère, SONELEC, depuis 1974. Érigée en société par actions en octobre 1989, elle a pour principale mission d'assurer la production, le montage, le développement et la recherche dans le domaine de l'électroménager. L'ENIEM a une gamme de produits très large. Elle produit tous types de réfrigérateurs, des congélateurs, des cuisinières et des climatiseurs, des appareils de cuisson, de lavage, ainsi que les lampes à incandescence. Elle a aussi une autre activité qui consiste dans le montage du petit appareil électroménager domestique (robots de cuisine, moulins à café, hachoirs, mixeurs, sèche-cheveux, etc).

L'ENIEM est organisée en trois principales unités de production, qui sont l'Unité Froid, Cuisson et Climatisation, connues sous le nom de Complexe d'appareils ménagers (CAM), situé près de Tizi-Ouzou, l'Unité Sanitaire de Miliana, et l'Unité Lampes de Mohammadia. Chacune de ces unités est elle-même organisée en différentes directions. Leader de l'électroménager en Algérie, l'ENIEM possède des grandes capacités de production et une expérience de plus de 30 ans dans la fabrication et le développement dans les différentes branches d'électroménager.

En juin 1998, l'ENIEM fut la première entreprise à l'échelle nationale à obtenir la certification pour la norme Internationale ISO 9002/ 94 auprès de l'AFAQ, certificat qu'elle vient de renouveler avec QMI (Canada). Comme SAIDAL, l'ENIEM est confronté à la concurrence directe des plus grands producteurs mondiaux d'électroménager. Les importateurs, bénéficiant de puissants réseaux de soutien et de protection, lui livrent une concurrence que ses cadres qualifient souvent de déloyale.

#### **1-3 - Le capital social et le patrimoine de l'entreprise**

Le 08 /10/1989, l'ENIEM a été transformée juridiquement en société par actions, avec un capital 40.000.000.00 DA celui-ci a été augmenté à 70.000.000.00 DA dans le cadre des mesures d'assainissement arrêtées par la direction centrale du trésor public.

En juillet 1993, le capital de l'entreprise a été porté à 2 957 5000 000,00 DA.

Le capital social actuel est de 10 279 800 000 ,00 DA, détenu en totalité (100 %) par la société gestion et de participation.

« Industrie électron-domestique » (INDELEC) son siège est à Tizi-Ouzou depuis 1998, L'ENIEM est organisée en unités et à cette année que l'entreprise est certifiée par l'organisation internationale (AFAQ) : « Association Financière de l'Assurance Qualité ».

L'ENIEM est dotée de :

- Trois (03) unités de production qui sont : unité froid, unité cuisson, unité climatisation.
- Une unité commerciale.
- Une unité de prestation technique(UPT).

- **Unité d'équipement sanitaire**

Filiale depuis 2005, elle est implantée à MILIANA, sa mission est la fabrication de produits sanitaires tels que lavabos, baignoires...

- **Unité FILLAMP**

Implantée dans la Wilaya de MASCARA, elle est spécialisée dans la production des lampes à incandescence.

- **Le complexe d'appareils ménagers(CAM)**

Il se trouve à la zone industrielle d'Oued Aissi, Wilaya de Tizi-Ouzou il s'étale sur une surface de 55 hectares avec un effectif de 3200 travailleurs.

Mis en place 1977, le complexe a accumulé deux décennies d'expérience industriel et de développement technologique en matière de froid et de climatisation, ceci peut être résumé dans le tableau qui suit :

### Chapitre 3 : Cas de l'ENIEM comme illustration des développements théoriques

Tableau N° 2 récapitulatif de l'évolution de l'ENIEM :

Années	Développement
1977	-Démarrage de la production des réfrigérateurs petits modèles « partenaires Allemand, DIA.BOSCH ». -Démarrage de l'ancienne usine de cuisinières de réchaud plat 2 feux « partenaire allemand, DIAG-SEPPLERIKCE »
1979	-Montage de premiers climatiseurs types fenêtre -Entrée de production des chauffe eau/bain « partenaires allemand BACH-RINS et MARY » France et contrat Espagne
1982	-Introduction de montage de petits appareils ménagers MAC-SC
1986	-Entrée d'exploitation de la nouvelle usine de réfrigérateurs et congélateurs grands modèles « partenaire japonais MATSH-TOSHIBA »
1987	-Arrêt de la production de PAM
1989	-Arrêt de production de réchaud plat 2F -Passage de l'ENIEM à l'autonomie conformément à la loi 28-01 portant sur l'orientation d'EPE
1990	-Arrêt de production de l'ancienne cuisinière et vente de ses équipements - Intégration de l'ancienne usine réfrigérateurs à la nouvelle « INTER- CODS-TECHNOGAS »
1991	Entrée en production de la nouvelle usine cuisinière de partenaire Italien « INTER-COOPS-TECHNOGAS »
1992	Mise en place de l'usine congélateurs horizontaux « BAHUT » de partenaire Libanais l'EMATIC
1993	Réalisation de radiateurs gaz butane à panneaux catalytiques, produits conçus et réalisés par l'ENIEM
1994	Réalisation de chaud plat au feu. Abandon de la production « CE »
1995	Entrée en production de réfrigérateurs 520L. -Montage de petits appareils ménagers « partenaire ITALISTAMP »
1996	Entrée de production de PAM/ SC et MACIALISTAMP Reprise de comptoirs et armoires frigorifique
1997	Abondant de réchaud plat 04 feux -Reconversion de CFC -Changement des équipements dans le cadre de la reconnaissance des CFC
1998	Certification de l'entreprise « ISO » par l'organisme français AFAQN, qualité 1998. -9983 / valide au 30/06/2001

Source : Document interne ENIEM

De 1998 à nos jours : restructuration des complexes appareils ménager qui a donné naissance à des unités suivantes :

Unité froid, unité des cuisinières, unité des climatiseurs, unité des prestations techniques.

### **1-4 - Mission et objectifs de l'ENIEM**

#### **1-4-1 - Mission de l'ENIEM**

La mission de l'ENIEM est la fabrication, Le montage, Les développements et la commercialisation des appareils ménagers, le développement et la recherche dans le domaine des branches clés de l'électroménager notamment :

- Appareils de réfrigération
- Appareils de climatisation
- Appareils de cuisson
- Petits appareils ménagers(PAM).

#### **1-4-2 - Objectif de l'ENIEM**

L'ENIEM s'est assignée plusieurs objectifs afin d'assurer un impact plus performant au niveau de ses fonctions à savoir :

- Accroître la satisfaction des clients
- Diversifier les produits
- Améliorer les compétences du personnel
- Réduire les rebuts
- Augmenter la valeur de la production
- Améliorer le chiffre d'affaire

## **2 - Organisation générale de l'ENIEM**

### **2-1 - La direction générale**

La direction générale est chargée de définir la stratégie globale de l'entreprise (administration financière, investissement, politique sociale et organisationnelle).

Elle gère le portefeuille stratégique de l'entreprise et procède à l'élaboration des ressources financières d'ensemble ainsi qu'elle fournit aux autres structures un certain nombre de services communs (fiscalité, assurances ...etc.)

La direction s'assure de contrôler le personnel, elle nomme et remplace les directeurs centraux et d'unités et elles approuvent aussi les propositions de nomination des cadres supérieurs.

La direction générale comprend six(06) directions centrales à savoir :

- Direction industrielle
- Direction du développement et de partenariat
- Direction des finances et comptabilité
- Direction des ressources humaines
- Direction de planification et de contrôle de gestion
- Direction de marketing et communication.

### **2-2 - Les unités de l'ENIEM**

L'ENIEM est composée de trois (03) unités de production, une unité commerciale et une unité prestation technique.

#### **2-2-1 - Les unités de production**

Les unités de production sont indépendantes et susceptibles d'être et qui sont :

##### **A- Unité froid**

L'effectif de cette unité est de 1562 agents, procède des bâtiments industriels, ses fonctions principales sont :

- Injection plastique et polystyrène
- Transformation des tôles et tubes(presse-soudeuse-refend-âge)
- Traitement et revêtement de surface (peinture et plastification)
- Injection mousse polyuréthane (3lignes)
- Thermoformage de plaque plastique
- Assemblage produit (montage final- 3lignes)
- Unité (Air comprimé- eau chaude-azote station de gaz cyclopentane- énergie- électrique)

- Laboratoire d'essai produits chimiques-métallurgie
- Structure des soutien- maintenance de gaz-contrôle de qualité- études méthodes
- Unité froid est composée de 3 lignes de produits

### **1<sup>ère</sup> ligne :**

- Réfrigérateur petit modèle dont à capacité de production est de 110.000 appareils par an réalisé en deux équipes
- Donneur de licence : BOSCH –Allemagne –1977

### **2<sup>ème</sup> ligne :**

- Réfrigérateur grand modèle dont les capacités installées sont de 390.000 appareils par an réalisé en deux équipes (4 modèles de réfrigérateur)
- Donneur de licence : TOSHIBA JAPAN-1987

### **3<sup>ème</sup> ligne :**

- Congélateur dont les capacités sont 60 000 appareils par an (3 modèles de fabrique)
- Donneur de licence : LEMATIC–LIBAN-1993.

### **B- Unité cuisson :**

L'effectif de cette unité est de 438 agents, le potentiel industriel de l'unité de cuisson est constitué des matières suivantes :

- Transformation de tôles et tubes(presse-soudeuse)
- Traitement et émaillage
- Tangage et chromage de composants métalliques
- Assemblage de produits (montage final)
- Laboratoire d'essai produit
- Structure de soutien (maintenance zone études sur méthodes)

Les capacités installées sont de 150.000 appareils par an en deux équipes (4 modèles de cuisinières sont fabriqués).

Donneur de licence : techno gaz- Italie- (99)

### **C- Unité de climatisation :**

Effectifs de l'unité 230. Le potentiel industriel de climatisation est constitué des matières suivantes :

- Transformation de tôles et tubes (presse - soudeuse -plieuse...)
- Traitement et revêtement de surface(peinture)
- Assemblage produits (montage final) composé de lignes de montage (chaîne climatisation, stylo et fenêtre et chaîne pour autre produit RGB chauffe-bain).
- Les capacités installées sont de 60 000 appareils par an. Pour les climatisations types fenêtre et Splyt système en deux équipes.
- Donneur de licence : Air Conditionné (AC)- France 1977 cette unité procède également des capacités installés pour la fabrication de:
- Chauffage à gaz butane catalytique 50 000 appareils par an.
- Comptoir et armoires frigorifiques.

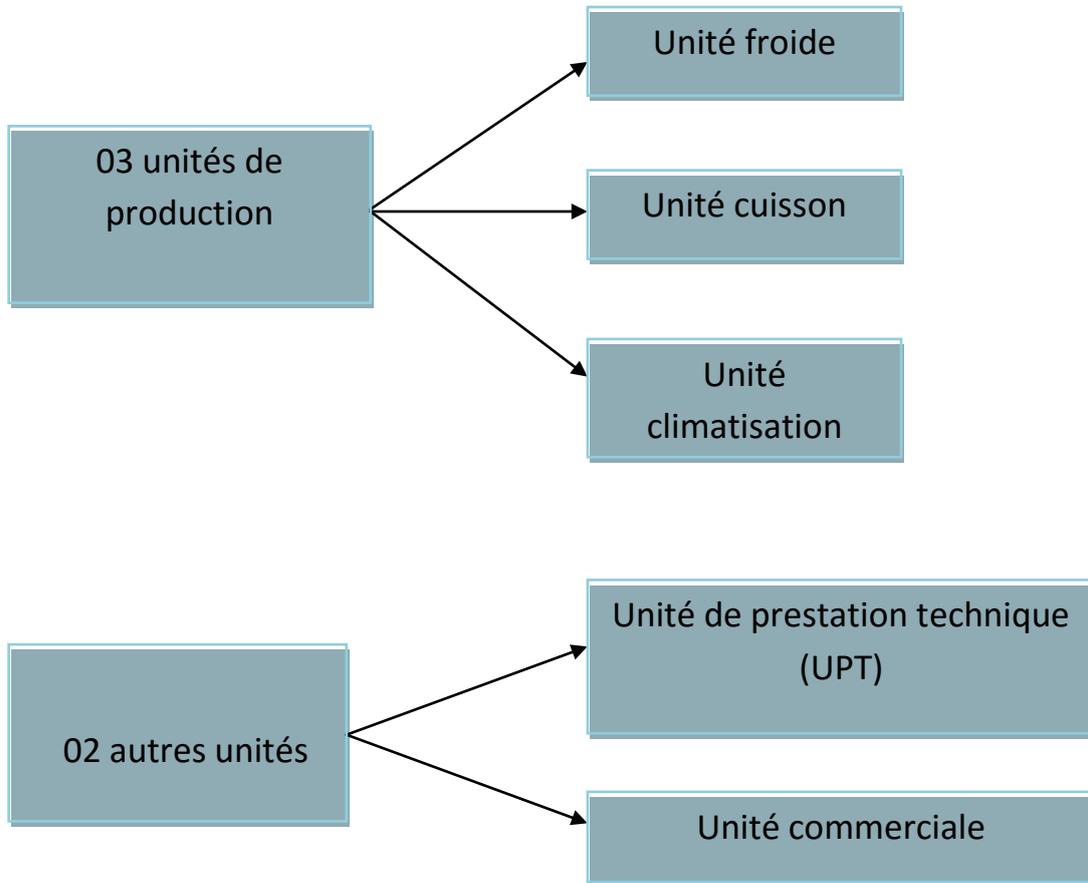
#### **2-2-2 - Unité commerciale**

Elle est chargée de la commercialisation des produits fabriqués par les unités de production son effectif est de 213 agents.

#### **2-2-3 - Unité prestations techniques**

Elle réalise des travaux ou prestations techniques pour le compte des autres unités ou pour des clients externes. Ceci peut être résumé dans le schéma qui suit :

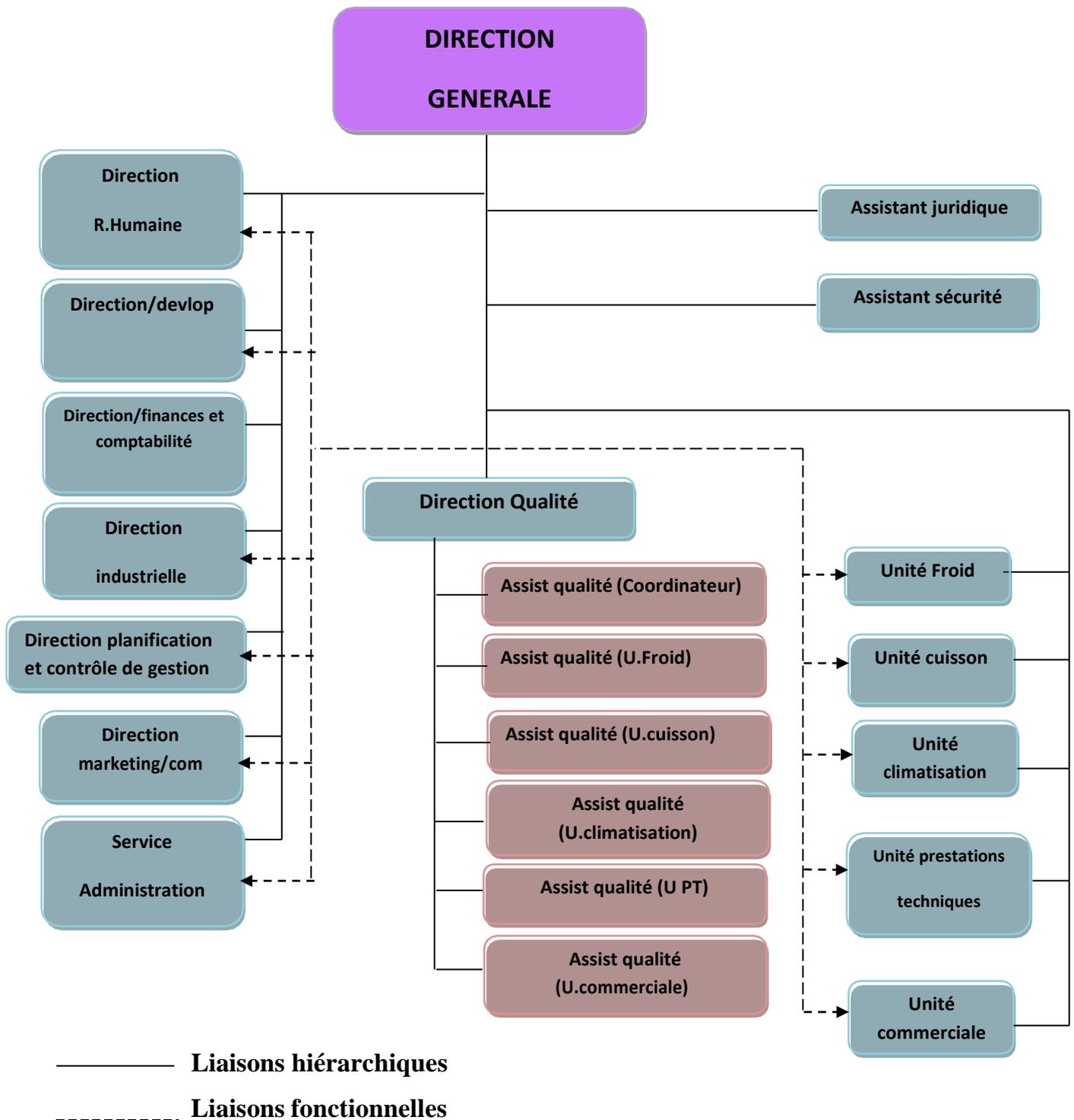
Schéma N°1 Les activités de l'entreprise :



Source : Document interne de l'ENIEM

1-3- L'organigramme général de l'ENIEM

Schéma N°2 L'organigramme général de l'ENIEM



Source : Document interne de l'ENIEM

### **Chapitre 3 : Cas de l'ENIEM comme illustration des développements théoriques**

---

D'après la présentation générale de l'entreprise « ENIEM » à travers son historique a été issue de la construction de la société nationale de la fabrication et de montage des matériaux électroniques (SONELEC), elle essaye de maintenir le monopole.

## Section 2 : Analyse de la performance financière de l'entreprise ENIEM

Dans cette section nous allons étudier la rentabilité de l'entreprise par le biais de l'analyse financière et ce à travers ses bilans financiers, ses indices d'équilibre et le tableau des soldes intermédiaire de gestion. Lesquels constituent un préalable pour la mesure de la performance financière de l'entreprise.

### 1- L'analyse des bilans financiers :

#### 1-1 - Bilans financiers des années 2013,2014 et 2015.

Tableau N°3 : Emplois des bilans financiers pour 2013, 2014 et 2015

Emplois	2013	2014	2015
<b>VALEURS D'IMMOBILISATION</b>	<b>964,865,692.83</b>	<b>971,369,696.40</b>	<b>956,751,170.30</b>
Immobilisations corporelles	562,683,244.84	585,460,599.25	567,779,534.65
Immobilisations en cours	19,378,984.11	19,214,484.11	19,214,484.11
Immobilisations financières			
Autre immobilisation financière	379,096,647.34	364,396,647.34	364,399,797.34
Impôt différés actif	3,706,816.54	2,297,965.70	5,357,354.20
<b>VALEUR D'EXPLOITATION</b>	<b>291,101,112.54</b>	<b>114,446,200.02</b>	<b>230,553,075.12</b>
Stocks et en cours	291,101,112.54	114,446,200.02	230,553,075.12
<b>VALEURS RÉALISABLES</b>	<b>15,936,037.77</b>	<b>1,341,213,317.40</b>	<b>2,132,661,976.87</b>
Créance clients			
Autres débiteurs	6,841,951.01	1,329,474,914.32	2,119,704,699.97
Impôts et assimilés	9,094,086.76	11,738,403.08	12,957,276.90
<b>VALEURS DISPONIBLES</b>	<b>134,798.00</b>	<b>72,467.00</b>	<b>102,728.00</b>
Banque, établissement financier	0.00	0.00	0.00
Caisse	134,798.00	72,467.00	102,728.00
<b>Totaux</b>	<b>1,272,037,641.14</b>	<b>2,427,101,680.82</b>	<b>3,320,068,950.29</b>

Source : Document interne ENIEM (Annexes N°1, 2 et 3)

### Chapitre 3 : Cas de l'ENIEM comme illustration des développements théoriques

**Tableau N°4 : Ressources des bilans financiers pour 2013, 2014 et 2015**

Ressources	2013	2014	2015
<b>FONDS PROPRES</b>	<b>382,833,890.08</b>	<b>373,329,453.33</b>	<b>-79,335,371.58</b>
Capital émis			
Écart de réévaluation			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	137,489,295.27	137,477,008.68	137,475,497.97
Autres capitaux propres – Report à nouveau	231,679,424.91	206,997,042.19	-245,358,472.01
	13,665,169.90	28,855,402.46	28,547,602.46
<b>DETTES A LONG ET M. TERME</b>			
Emprunt et dettes financières	<b>438,113,171.65</b>	<b>429,569,186.20</b>	<b>438,770,501.28</b>
Impôts différés passif	400,000,000.00	400,000,000.00	400,000,000.00
Provisions et produits comptabilisé d'avance	8,489,632.51	7,421,083.14	6,438,594.77
	29,623,539.14	22,148,103.06	32,331,906.51
<b>DETTES A COURT TERME</b>	<b>451,090,579.41</b>	<b>1,624,203,041.29</b>	<b>2,960,633,820.59</b>
Fournisseurs et c. rattachés	60,207,214.61	6,460,650.97	7,102,983.74
Impôts	0.00	14,841,972.00	8,202,821.28
Autres dettes	33,744,991.11	27,374,691.49	32,181,572.58
Trésorerie passif	357,138,373.69	1,575,525,726.83	2,913,146,442.99
<b>Totaux</b>	<b>1,272,037,641.14</b>	<b>2,427,101,680.82</b>	<b>3,320,068,950.29</b>

Source : Document interne ENIEM (Annexes N°4,5,6)

### Chapitre 3 : Cas de l'ENIEM comme illustration des développements théoriques

**Tableau N° 5: Emplois des bilans en grande masse**

Éléments	2013	%	2014	%	2015	%
V.immobilisées	964,865,692.83	75.85	971,369,696.40	40.02	956,751,170.30	28.82
V.d'exploitation	291,101,112.54	22.88	114,446,200.02	4.72	230,553,075.12	6.94
V. réalisables	15,936,037.77	1.25	1,341,213,317.40	55.25	2,132,661,976.87	64.23
V. disponibles	134,798.00	0.01	72,467.00	0.002	102,728.00	0.003
Totaux	1,272,037,641.14	100	2,427,101,680.82	100	3,320,068,950.29	100

Source : Élaboré par nous-mêmes à partir du passif des bilans

**Tableau N°6 : Ressource des bilans en grande masse**

Éléments	2013	%	2014	%	2015	%
Fonds propres	382,833,890.08	30.10	373,329,453.33	15.38	-79,335,371.58	-2.39
DLMT	438,113,171.65	34.44	429,569,186.20	17.70	438,770,501.28	13.22
DCT	451,090,579.41	35.46	1,624,203,041.29	66.92	2,960,633,820.59	89.17
Totaux	1,272,037,641.14	100	2,427,101,680.82	100	3,320,068,950.29	100

Source : Élaboré par nous-mêmes à partir du passif des bilans

### 1-2 - Interprétation structurelle des bilans financiers

#### 1-2-1 - Structure des emplois

##### a) Les valeurs immobilisées

Les valeurs des immobilisations sont augmentées par 0.67% de 964 865 692.83 en 2013 à 971 369 696.40 en 2014 et diminue par 1.5% à 956 751 170.30 en 2015.

##### b) Les valeurs d'exploitation

Les valeurs d'exploitation prennent une part considérable dans l'actif de bilan soit 22.88% en 2013, par rapport à l'exercice 2014 et 2015, qui enregistre 4.72% et 6.94% respectivement qui est due essentiellement au non écoulement des produits en stock (réfrigérateurs et climatiseurs), ceci revient au fait que l'entreprise ne dispose pas d'un bon réseau de distribution qui lui permettra d'épuiser à temps ses produits fabriqués.

##### c) Les valeurs réalisables

Les valeurs réalisables de l'entreprise enregistrent une hausse de 791 MDA soit 59.01% en 2015. Globalement, ces créances sont détenues essentiellement sur les entreprises et organismes publics ainsi que sur les œuvres sociales, et sont matérialisées par des conventions où les modalités de paiement négociées garantissent un paiement selon les échéanciers préalablement convenus.

Nous constatons une augmentation de 59.01% qui est engrenée par l'augmentation des postes (créances sur les sociétés, avance pour compte et avance d'exploitation).

##### d) Les valeurs disponibles

On remarque que durant les trois exercices les valeurs disponibles sont inférieure à 0.5%, malgré une augmentation de 30,261DA durant l'exercice 2015. Ce qui signifie qu'il n'y a pas une bonne gestion. La trésorerie de l'entreprise se pénalise perpétuellement suite aux bonus qu'elle verse aux travailleurs admis à la retraite.

#### 1-2-2- Structure des ressources :

##### a) Les fonds propres

Le taux des fonds propres de l'entreprise représente (30.10 %, 15.38 % et -2.39%) du total du passif, respectivement durant les trois exercices 2013, 2014 et 2015, par différences à celui des dettes qui représente 69.9% en 2013, 84.62% en 2014 et de 102.39% en 2015 ce qui implique que l'entreprise ne joue pas d'une autonomie financière et par conséquent d'une capacité d'emprunt qui rassure.

##### b) Les dettes à long et moyen terme

## Chapitre 3 : Cas de l'ENIEM comme illustration des développements théoriques

Le pourcentage des DLMT de l'entreprise (34.44% pour 2013, 17.70% pour 2014 et 13.22% pour 2015) reflète une diminution entre les trois années, ce qui signifie que l'entreprise ne recourt pas excessivement à l'emprunt pour investir. L'essentiel des DLMT est constituées d'emprunt et dettes financières pour 400 MDA en 2013, en 2014 et en 2015. Emprunt contracté pour les innovations.

### c) Les dettes à court terme

Elles représentent un taux de 35.46% en 2013, 66.92% en 2014 et 89.17% en 2015. Une hausse de 1,173,112,461.88DA est constatée durant l'année 2014 qui est due essentiellement à un découvert mobilisable à 180 jours de 1575 MDA auprès de la BEA. On enregistre une autre hausse de 1336 MDA soit 82.28% durant l'exercice 2015 qui est due aussi à un découvert mobilisable à 180 jours de 2913 MDA auprès de la BEA.

## 2 - L'analyse par les équilibres financiers

### 2-1 - L'équilibre financier à long terme

-Son indicateur est le fonds de roulement net.

$$\text{Fonds de roulement} = (\text{Capitaux propres} + \text{DLMT}) - \text{V. immobilisées}$$

Tableau N° 7 calcul du fonds de roulement par le haut de bilan

Éléments	2013	2014	2015
Capitaux propres (1)	382,833,890.08	373,329,453.33	-79,335,371.58
DLMT (2)	438,113,171.65	429,569,186.20	438,770,501.28
V. immobilisées (3)	964,865,692.83	971,369,696.40	956,751,170.30
FR (1) + (2)-(3)	-143918631.10	-168471056.13	-597316040.40

Source : Élaboré par nous-mêmes

Le fonds de roulement pour les trois années est négatif, cela signifie que les emplois durables ne sont pas intégralement financés par des ressources stables. Dans ce cas l'ENIEM réalise un déséquilibre financier à long terme et ne dégage pas une marge de sécurité qui représente une part des capitaux permanents après financement des valeurs immobilisées et qui est affectée aux financements des emplois circulants. D'où elle sera obligée de recourir aux crédits à long terme pour financer les immobilisations. Il s'agit d'une mauvaise structure financière dans ce cas.

$$\text{Fonds de roulement} = \text{actif circulant} - \text{dettes à court terme}$$

### Chapitre 3 : Cas de l'ENIEM comme illustration des développements théoriques

**Tableau N° 8 : Calcul du fonds de roulement par le bas de bilan**

Elements	2013	2014	2015
V.d'exploitations(1)	291,101,112.54	114,446,200.02	230,553,075.12
V. réalisables (2)	15,936,037.77	1,341,213,317.40	2,132,661,976.87
V. disponibles (3)	134,798.00	72,467.00	102,728.00
Dettes à Court terme(4)	451,090,579.41	1,624,203,041.29	2,960,633,820.59
FR (1)+(2)+(3)-(4)	-143918631.10	-168471056.13	-597316040.40

Source : Élaboré par nous-mêmes

Dans ce cas ENIEM réalise un déséquilibre financier, nous remarquons une baisse pour l'année 2015 qui est dû à l'augmentation des concours bancaires de 84.89% par rapport à 2014.

#### 2-2 - L'équilibre financier à court terme

-Son indicateur est le fonds de roulement net :

$$\text{BFR} = \text{V. d'exploitations} + \text{V. réalisables} + \text{concours bancaires} - \text{Dettes à Court terme}$$

**Tableau N°9 : Calcul du besoin en fonds de roulement**

Elements	2013	2014	2015
V. d'exploitations(1)	291,101,112.54	114,446,200.02	230,553,075.12
V. réalisables(2)	15,936,037.77	1,341,213,317.40	2,132,661,976.87
C. bancaire (3)	357,138,373.69	1,575,525,726.83	2,913,146,442.99
Dettes à Court terme(4)	451,090,579.41	1,624,203,041.29	2,960,633,820.59
BFR (1) +(2) +(3)-(4)	213084944.73	1406982202.96	2315727674.39

Source : Élaboré par nous-mêmes

A travers les résultats obtenus dans le tableau, nous remarquons que l'entreprise a dégagé un BFR positif durant toute la période de notre étude. Cela veut dire que les besoins de financement à court terme sont supérieurs aux ressources de financement à court terme.

Dans ce cas, les emplois d'exploitation sont supérieurs aux ressources d'exploitation, le solde positif obtenu indique le financement des besoins qui restent à la charge de l'entreprise qu'elle pourra combler par un concours bancaire.

### 2-3 - La trésorerie nette

-Son indicateur est la trésorerie nette :

<b>Trésorerie nette =Fonds de roulement-Besoins de Fonds de Roulement</b>
---

**Tableau N° 10 : Calcul de la trésorerie nette**

Elements	2013	2014	2015
FR (1)	-143918631.10	-168471056.13	-597316040.40
BFR (2)	213084944.73	1406982202.96	2315727674.39
TN (1)-(2)	-357003575.83	-1575453259.01	-2913043714.79

Source : Elaboré par nous-mêmes

ENIEM a enregistré une trésorerie nette négative en 2013, 2014 et 2015 ce qui signifie que l'entreprise ne dispose pas suffisamment de ressources financières pour faire face à la dette à court terme, ce qui explique le recours excessif de l'entreprise aux concours bancaires. Dans ce cas, l'entreprise est obligée de recourir aux emprunts et crédits de trésorerie pour être à même de financer les BFR excédentaires. Une trésorerie négative indique un besoin de financement permanent qui doit être comblé à l'aide d'emprunts à court terme.

Comme le besoin est structurel et la ressource à horizon limité, l'entreprise est d'une part exposée à un risque d'insolvabilité, d'autre part obligée de renouveler ses financements périodiquement. En cas de hausse des taux d'intérêts, elle n'échappera pas alors à une augmentation du coût de son endettement. Cette situation démontre bien le déséquilibre financier de l'ENIEM. L'importance de besoins en fonds de roulement et l'insuffisance des Fonds de roulement d'autre part ont incité l'entreprise à recourir aux découverts bancaires pour combler son déficit de financement.

### 3 - L'analyse des soldes intermédiaires de gestion(SIG)et la CAF :

### Chapitre 3 : Cas de l'ENIEM comme illustration des développements théoriques

Tableau N° 11 : Calcul des soldes intermédiaire de gestion

<b>LIBELLE</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>TC%</b>	<b>2015</b>	<b>TC%</b>
Vendee et produits annexe	0.00	0.00		0.00	
Variation stocks produits finis et en cours	2,074,669,964.13	1,846,007,407.13		1,788,664,186.68	
Production immobilisée	1,448,507.84	1,218,074.83		4,429,024.11	
Subventions d'exploitation	0.00	0.00		0.00	
<b>I- PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>2,076,118,471.97</b>	<b>1,847,225,481.96</b>	<b>-11.03%</b>	<b>1,793,093,210.79</b>	<b>-2.9%</b>
Achats consommés	1,793,666,352.89	1,553,649,801.40		1,490,470,153.90	
Service extérieurs et autre consommation	25,279,599.95	27,224,765.83		17,905,262.37	
<b>II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>	<b>1,818,945,952.84</b>	<b>1,580,874,567.23</b>	<b>-13.09%</b>	<b>1,508,375,416.27</b>	<b>-4.59%</b>
<b>III- VALEUR AJOUTÉE</b>	<b>257,172,519.13</b>	<b>266,350,914.73</b>	<b>3.57%</b>	<b>284,717,794.52</b>	<b>6.9%</b>
Charge de personnels	109,959,012.73	121,298,011.20		107,921,473.82	
Impôts, taxes et versements assimilés	140,980.86	2,425.13		3,460.89	
<b>IV- EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>147,072,525.54</b>	<b>145,050,478.40</b>	<b>-1.37%</b>	<b>176,792,859.81</b>	<b>21.88%</b>
Autre produit opérationnel	37,290,429.86	30,325,142.21		37,041,899.81	
Autre charge opérationnel	48,718,348.99	60,872,300.77		37,546,469.22	
Dota aux amort / prov perte de valeur	24,932,319.30	30,505,858.71		45,917,010.62	
Reprise sur pertes de valeur et provisions	25,174,122.08	19,543,337.80		17,063,926.42	
<b>V- RÉSULTAT D'EXPLOITATION</b>	<b>135,886,409.19</b>	<b>103,540,798.93</b>	<b>-23.8%</b>	<b>147,435,206.20</b>	<b>42.39%</b>
Produits financiers	12,604,208.79	25,181,793.89		38,225,663.67	
Charges financières	12,018,714.68	20,978,857.51		48,522,631.46	
<b>VI - RÉSULTAT FINANCIER</b>	<b>585,494.11</b>	<b>4,202,936.38</b>		<b>-10,296,967.79</b>	
<b>VII- RÉSULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS</b>	<b>136,471,903.30</b>	<b>107,743,735.31</b>	<b>-21.05%</b>	<b>137,138,238.41</b>	<b>27.28%</b>
Imposition différée actif	0.00	-2,304,014.85		-5,188,550.69	
Imposition différée passif	0.00	0.00		0.00	
<b>VIII- R. DE L'EXERCICE</b>	<b>136,471,903.30</b>	<b>110,047,750.16</b>	<b>-19.36%</b>	<b>142,326,789.10</b>	<b>29.33%</b>

Source : Document interne ENIEM (Annexes N°7,8,9)

### 3-1-L'interprétation des soldes intermédiaires de gestion :

#### a) Production de l'exercice

La production de l'exercice s'est relativement stabilisée durant les trois exercices avec des variations à la baisse de 11.03% en 2014 d'où le recours au stocks des années précédentes, et une baisse de 2.9% en 2015 à cause de la diminution des stocks de produit finis.

#### b) Valeur ajoutée

La richesse réellement créée par l'entreprise est stable entre les trois années. Une hausse de 03,57% de 2013 à 2014 influencée par la marge commerciale (principalement à l'augmentation de production et la diminution des services de cette phase), et une hausse remarquable entre 2014 et 2015 de 6,9% grâce à la diminution des coûts des achats consommés sous l'effet de la dévaluation, ce qui impacte positivement les coûts de production et les marges commerciales ;

#### c) L'excédent brut d'exploitation

L'excédent brut d'exploitation a connu une baisse de 1.37% de 2013 à 2014, cela est dû à l'augmentation des charges du personnel 113MDA. Toutefois, on remarque qu'en 2015 on a obtenu un l'EBE positif, cela est dû toujours à l'augmentation de la valeur ajoutée dégagée et à la diminution des charges personnel.

#### d) Résultat d'exploitation hors produits et charges financières

Le résultat d'exploitation a connu une baisse de 23.8% de 2013 à 2014, cela est dû à la diminution de l'excédent brute d'exploitation. Pour 2015 une augmentation de 42.39% grâce au niveaux de la valeur ajoutée et de l'EBE enregistrés (principalement à la diminution des charges personnel).

#### e) Résultat courant avant impôt

Le résultat courant avant impôt a connu une baisse de 21.05% entre les années 2013 et 2014 c'est-à-dire une perte à cause de l'augmentation des charges financières. Durant les années 2014 et 2015. De plus on remarque une hausse de 27.28% influencé par le résultat d'exploitation.

#### f) Résultat net

Le résultat net a connu une perte en 2014 de 19.36% due à la politique financière et un gain de 29.33% durant l'année 2015. Cette variation est due aux différents soldes intermédiaires et surtout celui de la production et du résultat d'exploitation.

### 3-2- La capacité d'autofinancement

Nous allons procéder au calcul de la CAF par deux méthodes à savoir la méthode

Additive et la méthode soustractive.

#### 3-2-1 - Détermination de la CAF par la méthode soustractive

**Tableau N° 12 : Calcul de la CAF par la méthode soustractive**

Designation	2013	2014	2015
EBE/IBE	147,072,525.54	145,050,478.40	176,792,859.81
Autres produits	37,290,429.86	30,325,142.21	37,041,899.81
Autres charges	48,718,348.99	60,872,300.77	37,546,469.22
Produits financiers	12,604,208.79	25,181,793.89	38,225,663.67
Charges financiers	12,018,714.68	20,978,857.51	48,522,631.46
Impôts différés		-2,304,014.85	-5,188,550.69
CAF	136,230,100.68	121,010,271.07	171,179,873.3

Source : Élaboré par nous-mêmes

Formule de calcul le CAF :

EBE/IBE

+Transferts de charges(d'exploitation)

+/-Autres produits/Charges d'exploitation

+/-Quotes-parts de résultat sur opération faites en commun

+/-Produits/Charges financières

+/-Produit/Charges exceptionnels

-Participation des salariées

-Impôts sur les bénéfices

### 3-2-2 - Détermination de la CAF par la méthode additive

**Tableau N° 13 : Calcul de la CAF par la méthode additive**

Designation	2013	2014	2015
Résultat de l'exercice	136,471,903.30	110,047,750.16	142,326,789.10
Dotation aux amortisse	24,932,319.30	30,505,858.71	45,917,010.62
Reprise sur perte de valeur	25,174,122.08	19,543,337.80	17,063,926.42
CAF	136,230,100.68	121,010,271.07	171,179,873.3

Source : Élaboré par nous-mêmes

Formule de calcul :

Résultat Net

+Charges non décaissables

-Produits non encaissables

+VNC des éléments d'actif cédé

-Produits de cession des éléments d'actif

### 3-2-3- L'interprétation de la capacité d'autofinancement

A travers les résultats du tableau, on constate que l'entreprise s'autofinance durant les trois exercices de 2013,2014 à 2015, en effet, elle présente des CAF positives.

Sa capacité de remboursement diminue en année 2014, cette situation s'explique par l'augmentation des charges financières notamment à partir de 2013. La CAF a augmenté en 2015, cela signifie que ENIEM a une bonne rentabilité. Dans ce genre de cas, l'ENIEM a amélioré sa capacité d'autofinancement en augmentant les produits encaissables (prix de vente, fidéliser les clients, proposer un nouveau produit) et en diminuant les charges décaissables (charges financières et charges fixes).

L'ENIEM est une société par action étatique qui ne distribue pas des dividendes, donc l'autofinancement est égal à la CAF.

### 4 - L'analyse de la situation financière de l'entreprise par la méthode des ratios

#### 4-1 - L'analyse des ratios de structure

Ce sont des ratios qui mettent en rapport les éléments stables du bilan dont l'évolution traduit les mutations de la structure de l'entreprise.

##### a) Ratio d'autonomie financière

Le ratio d'autonomie financière est un indicateur utilisé par l'analyse financière pour déterminer le niveau de dépendance d'une entreprise vis-à-vis des financements extérieurs. Autonomie financière = Capitaux propres / Total d'actifs.

**Tableau N° 14 : Calcul de l'autonomie financière**

Éléments	2013	2014	2015
Capitaux propres	382,833,890.08	373,329,453.33	-79,335,371.58
Total d'actifs	1,272,037,641.14	2,427,101,680.82	3,320,068,950.29
Autonomie financière	30.1	15.38	-2.39

Source : Élaboré par nous-mêmes

D'après les résultats obtenus, on constate que l'entreprise n'a aucune autonomie financière car les capitaux propres représentent moins de la moitié de l'actif, donc l'entreprise risque de perdre son indépendance.

##### b) Ratio de financement des immobilisations par les fonds propres

C'est un indicateur qui permet d'apprécier l'autonomie d'une entreprise par rapport aux financements de ses différents investissements matériels et immatériels.

Ratio de financement = fonds propres / actifs immobilisés > 1

### Chapitre 3 : Cas de l'ENIEM comme illustration des développements théoriques

**Tableau N° 15 : Calcul du ratio de financement**

Éléments	2013	2014	2015
Fonds propres (1)	382,833,890.08	373,329,453.33	-79,335,371.58
Actifs immobilisés(2)	964,865,692.83	971,369,696.40	956,751,170.30
R. financement = (1) / (2)	0.4	0.38	-0.083

Source : Élaboré par nous-mêmes

Les ratios sont inférieurs à 1 pour les trois années, ce qui signifie que l'entreprise n'arrive pas à financer ses immobilisations par ses fonds propres (absence d'un fonds de roulement propre).

#### c) Ratio de capacité d'endettement

Ce ratio permet, comme son nom l'indique, de déterminer dans quelle mesure une entreprise est capable de s'endetter.

Capacité d'endettement = Capitaux propres / Dettes à plus d'un an

**Tableau N° 16 : Calcul de la Capacité d'endettement**

Éléments	2013	2014	2015
Capitaux propres	382,833,890.08	373,329,453.33	-79,335,371.58
DLMT	438,113,171.65	429,569,186.20	438,770,501.28
C. d'endettement	0.87	0.87	-0.18

Source : Élaboré par nous-mêmes

Le ratio de capacité d'endettement est inférieur à 1, Cela signifie que les dettes financières sont plus importantes que les capitaux propres donc l'entreprise n'a aucune capacité d'endettement.

### Chapitre 3 : Cas de l'ENIEM comme illustration des développements théoriques

#### d) Ratio de solvabilité générale

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.

Solvabilité générale = Total d'actif / Total des dettes

**Tableau N° 17 : Calcul de la solvabilité générale**

Éléments	2013	2014	2015
∑ d'actif	1,272,037,641.14	2,427,101,680.82	3,320,068,950.29
∑ Dettes	889,203,751.06	2,053,772,227.49	3,399,404,321.87
S. générale	1.43	1.18	0.98

Source : Elaboré par nous-mêmes

Le total de l'actif est supérieur au total des dettes pour 2013 et 2014, cela veut dire que l'entreprise arrive à faire face à ses engagements financiers ce qui signifie une bonne sécurité générale pour ses créanciers. Mais pour 2015 les dettes dépassent les actifs signifiant ainsi une solvabilité négative pour ses créanciers.

#### e) Ratio de liquidité générale

Il exprime la capacité à faire face à son passif exigible de court terme avec son actif circulant,

Liquidité générale = actif circulant / dettes à court terme

**Tableau N° 18 : Calcul de la liquidité générale**

Éléments	2013	2014	2015
Actif circulant	307,171,948.31	1,455,731,984.42	2,363,317,779.99
D. à court terme	451,090,579.41	1,624,203,041.29	2,960,633,820.59
Liquidité générale	0.68	0.9	0.8

Source : Elaboré par nous-mêmes

D'après les résultats, les ratios sont inférieurs à 1 pour les trois années donc l'entreprise n'est pas capable de payer l'ensemble de ses dettes à court terme par ses actifs à court terme

### Chapitre 3 : Cas de l'ENIEM comme illustration des développements théoriques

durant les trois années, ce qui traduit un déséquilibre financier à court terme. Un ratio inférieur à 1 signifie que le fonds de roulement est négatif.

#### f) Ratio de liquidité réduite

C'est le ratio de liquidité auquel on a retiré les stocks car ceux-ci ont une liquidité incertaine, le ratio se calcule comme suit :

Liquidité réduite = valeurs réalisables + disponibilité / dettes à court terme

**Tableau N° 19 : Calcul de la liquidité réduite**

Éléments	2013	2014	2015
valeurs réalisables	15,936,037.77	1,341,213,317.40	2,132,661,976.87
disponibilité	134,798.00	72,467.00	102,728.00
D. à court terme	451,090,579.41	1,624,203,041.29	2,960,633,820.59
Liquidité réduite	0.04	0.83	0.72

Source : Elaboré par nous-mêmes

Les valeurs réalisables et les disponibilités dont dispose l'entreprise n'arrivent pas à couvrir la totalité des dettes à court terme pour les trois années. Une entreprise dont le ratio est inférieur à 1 se trouvera en difficulté si ses créanciers demandent à être payés sans attendre.

#### g) Ratio de liquidité immédiate

Liquidité immédiate = disponibilités / dettes à court terme

**Tableau N° 20 : Calcul de la liquidité immédiate**

Éléments	2013	2014	2015
disponibilité	134,798.00	72,467.00	102,728.00
D. à court terme	451,090,579.41	1,624,203,041.29	2,960,633,820.59
Liquidité immédiate	0.0003	0.00005	0.00004

Source : Elaboré par nous-mêmes

Le ratio de liquidité est négatif durant les trois années donc il y a un problème potentiel dans la capacité de l'ENIEM à régler ses obligations immédiates.

### 4-2- L'analyse des ratios de rentabilité

#### 4-2-1- Ratio de rentabilité de l'actif

Ce ratio nous renseigne sur le rendement que l'entreprise tire de ses investissements sur son actif.

Rentabilité de l'actif =  $\text{Résultat net} / \text{actifs total} * 100$

**Tableau N° 21 : Calcul de la rentabilité de l'actif**

Éléments	2013	2014	2015
Résultat net	136,471,903.30	110,047,750.16	142,326,789.10
actifs total	1,272,037,641.14	2,427,101,680.82	3,320,068,950.29
R. de l'actif	10.73	4.53	4.29

Source : Élaboré par nous-mêmes

Pour l'exercice 2013, l'entreprise réalise un résultat de 10.73% pour chaque actif investi, et pour 2014 et 2015, elle réalise 4.53% et 4.29% respectivement.

#### 4-2-2 -Ratio de rentabilité économique :

Résultat d'exploitation moins l'impôt / capitaux durable

**Tableau N° 22 : Calcul de la rentabilité économique**

Éléments	2013	2014	2015
Résultat d'exploitation	135,886,409.19	103,540,798.93	147,435,206.20
capitaux durable	820,947,061.73	802,898,640.27	359,435,129.9
R. Économique	0.17	0.13	0.41

Source : Élaboré par nous-mêmes

Nous constatons que le ratio est fluctuant mais reste positif avec une forte augmentation entre en 2014 et 2015 de 13 % à 41% , ce qui signifie évidemment que l'ENIEM est rentable économiquement grâce aux résultats positifs obtenus.

### 4-2-3 - Ratio de rentabilité financière

Rentabilité Financière = Résultat Net / Capitaux Propres

**Tableau N° 23 : Calcul de la rentabilité financière**

Éléments	2013	2014	2015
Résultat Net	136,471,903.30	110,047,750.16	142,326,789.10
Capitaux Propres	382,833,890.08	373,329,453.33	-79,335,371.58
R. Financière	0.36	0.3	-1.79

Source : Élaboré par nous-mêmes

La rentabilité financière est légèrement positive en 2013 et en 2014 par contre en 2015, nous constatons qu'elle s'est fortement dégradée avec un pourcentage de 179% dû au capitaux Propres négatif.

## 5 - L'analyse de choix entre fonds propres et dette

### 5-1 - Notion de choix optimal

L'approche de Modigliani et Miller qui traitent de la structure financière ne permettent pas de bien saisir et expliquer le comportement des entreprises au niveau du choix du financement tel qu'il est observé réellement, ni de comprendre et d'appréhender les nouveaux modes de financement de plus en plus complexes qui ne cessent de se développer et qui peuvent répondre à de nouvelles préoccupations des entreprises. Une autre analyse effectuée par Modigliani et Miller inclut la présence de l'impôt sur les résultats et nous permet de déduire que :

- Le financement par emprunts est toujours préféré à celui des capitaux propres ;
- La valeur d'une firme est d'autant plus grande qu'elle est endettée ;
- La stratégie optimale consiste à s'endetter le plus possible, tant que les prêteurs acceptent de lui fournir des fonds à des taux sans risques. En partant du principe que l'investissement est source de création de valeur, nous considérons que le choix de financement est le principal levier créateur de valeur. Pour la mesure de la création de valeur au niveau interne c'est à dire la valeur économique intrinsèque, on a choisi L'EVA, et le ratio de levier financière.

### 5-2 - Valeur économique ajoutée (Economic Value Added, EVA)

$EVA = \text{Rendement économique} - \text{cout de capital} * \text{capital investi}$

$EVA = \text{NOPAT/CI} - \text{Cout de capital} * \text{Capital investi}$

### Chapitre 3 : Cas de l'ENIEM comme illustration des développements théoriques

Avec

-EVA- Economic Added value (Valeur ajoutée économique)

-NOPAT –Net operating profit after tax (résultat net d'exploitation après impôt)

- CI – Capital investir (Immobilisations et BFR)

**Tableau N° 24 : Calcul du rendement économique composante essentielle de l'EVA**

Éléments	2013	2014	2015
NOPAT	135,886,409.19	105,844,813.78	152,623,756.89
Capital investir	820,947,061.73	802,898,640.27	359,435,129.9
Rendement Economique	0.17	0.13	0.43

Source : Élaboré par nous-mêmes

NOPAT est le résultat des activités opérationnelles après réduction des impôts.

Le rendement économique calculée dans le tableau ci-dessus, doit être comparé au coût du capital. Il nous est impossible de calculer l'EVA pour le cas de l'ENIEM et ce à cause de l'inexistence de la variable importante pour son calcul qui est le coût du capital.

#### 5-3- Le levier financier

L'effet de levier va nous montrer l'impact de l'utilisation d'apports des capitaux de la part de tiers de l'ENIEM par rapport à ses capitaux propres. Elle est déterminée par le formule dettes financières sur Fonds propres.

**Tableau N° 25 : Calcul de l'effet de levier financier de l'ENIEM**

Année	Dettes financières	Fonds propres	Le levier financier
2013	438,113,171.65	382,833,890.08	1.14
2014	429,569,186.20	373,329,453.33	1.15
2015	438,770,501.28	-79,335,371.58	-5.53

Source : Élaboré par nous-mêmes

Au regard de ce tableau, nous constatons que l'entreprise ENIEM a eu 114%,115% et -553% des dettes représentant respectivement des fonds propres en 2013,2014 et 2015.

Fort effet de levier signifie que l'entreprise a pris trop des dettes et est trop endettée. La dette a fluctué au cours des années. C'est risqué pour ENIEM car cela signifie qu'elle a à payer plus que 1DA aux créanciers pour chaque 1DA des fonds propres. Dans la mesure où ENIEM dispose encore d'une mauvaise capacité d'endettement au cours des années, l'effet de levier négatif est dû au niveau d'endettement plus élevé.

### Chapitre 3 : Cas de l'ENIEM comme illustration des développements théoriques

---

Cela peut conduire à des résultats volatiles à la suite de la dépense d'intérêts supplémentaires. Les investisseurs potentiels hésitent à donner le financement à une entreprise avec une dette élevée.

En conclusion, L'effet de levier peut jouer dans les deux sens : il peut accroître la rentabilité des capitaux propres par rapport à la rentabilité économique, il peut aussi la minorer quand la rentabilité économique devient inférieure au coût de l'endettement.

#### CONCLUSION

En conclusion, cet examen de l'analyse de la structure financière d'ENIEM aboutit à la conclusion que la structure financière de cette société n'est pas bonne et ne maintient pas un équilibre financier, il y a certains points qui nécessitent d'être modifiés comme le travail le capital, le besoin en fonds de roulement, l'autonomie financière et la liquidité réduite et immédiate. L'ENIEM a des bilans structurés faibles, un fonds de roulement net largement négative chaque année, une mauvaise capacité d'emprunt (87%), une liquidité globale faible et elle est trop endettée. Tous ces facteurs nous ont incités à répondre à notre grande question: L'entreprise n'a pas une structure financière équilibrée pour piloter sa performance.

Néanmoins, cette analyse doit être complétée par une évaluation de la performance réalisée et de la qualité de sa gestion., nous étudierons et analyserons la rentabilité, la capacité d'autofinancement et les ratios.

Nous avons constaté que ENIEM a une bonne rentabilité économique et financière. Avec ces ratios et le calcul de la CAF, l'analyse nous a montré que l'ENIEM, tout au long de la période choisie, a pu s'autofinancer chaque année ; la CAF a été largement suffisante, comme le prouvent les ratios calculés sur ce sujet.

Les ratios de rentabilité de l'actif ont montré que les actifs de l'ENIEM génèrent des rendements positifs.

Selon la stratégie choisie par l'entreprise en termes de rentabilité et de risque, certaines sources de financement devront être privilégiées. L'ENIEM, recherchant la croissance de son chiffre d'affaires, mais la rentabilité est faible avec un risque élevé (endettement élevé, risque de conjoncture). Le cycle de vie de l'ENIEM est en croissance puisqu'elle procède à une opération de croissance externe financée généralement par endettement. ENIEM est une entreprises industrielles dans le secteur à forte intensité capitalistique donc le niveau d'endettement est important puisque elle a besoins de financement des investissements importants (matériels, locaux).

### Conclusion Générale

Au bout de notre travail de recherche, il importe de faire la revue des grandes lignes qui le composent et de présenter brièvement les résultats, auquel il a abouti.

Le choix de ce sujet a été motivé par le fait que ENIEM contribue beaucoup dans la production, le montage, le développement et la recherche dans le domaine de l'électroménager en l'Algérie. En outre, la seconde motivation a été celle d'apporter notre modeste contribution à l'amélioration de la performance des entreprises. Il a été également pour nous une occasion de rechercher les conditions de l'équilibre financier de l'ENIEM et de mesurer le niveau de la performance financière afin d'établir un diagnostic sur sa structure financière pour servir de support à un pronostic.

Pour appréhender notre étude et répondre effectivement à nos questions de recherche, nous avons formulé une hypothèse générale. L'hypothèse générale de notre recherche est qu'un choix entre fonds propres et dettes à une influence sur la performance financière d'une entreprise

La vérification de cette hypothèse a nécessité l'utilisation des techniques et des méthodes. Ainsi, nous avons utilisé la technique documentaire.

Quant aux méthodes, il a été employé la méthode historique, la méthode analytique et la méthode comparative.

Nous avons délimité notre sujet dans le domaine, dans le temps et dans l'espace. Dans le domaine, le sujet se limite à l'analyse financière, plus spécifiquement l'analyse de la structure financière, l'étude de la rentabilité et de l'autofinancement.. Dans l'espace, notre étude s'est focalisée sur l'ENIEM et à son unité de Climatisation.

En vue d'arriver à vérifier nos hypothèses, nous avons subdivisé notre travail en trois chapitres outre l'introduction générale et la conclusion générale.

- Le premier chapitre porte sur le cadre théorique qui comprend les Fondements théoriques du lien entre structure financier et valeur d'entreprise ;

- Le deuxième chapitre concerne La structure financière, indicateurs de la performance financier et sources de financement

- Le troisième chapitre l'analyse de la structure financière de l'ENIEM. Il débute par la présentation de l'ENIEM et ses bilans financiers et par l'analyse de son équilibre financier, la détermination de sa trésorerie ainsi que de son degré de solvabilité ; et nous a aidé à répondre notre deuxième question- Comment évaluer la performance financière d'une société à travers de la structure financière ?

- Présentation des soldes intermédiaires de gestion et l'étude des ratios de rentabilité, l'analyse de sa capacité d'autofinancement et se termine par l'analyse de l'EVA et effet de levier ; et nous ont aidé à vérifier notre hypothèse. Un choix entre fonds propres et dettes à une influence sur la performance financière d'une entreprise.

### Chapitre 3: Cas de l'ENIEM comme illustration des développements théoriques

---

L'analyse de la problématique a abouti au résultat selon lequel la structure financière de cette entreprise n'est pas bonne et lui permet de garder un déséquilibre financier. Certains points qui nécessitent d'être modifiés tels que le, l'autonomie financière et la liquidité immédiate avec des résultats négatifs, le BFR positif au cours des années., l'ENIEM présente des bilans mal structurés à l'actif et au passif ; des fonds de roulement net largement négative chaque année, un levier financier très élevée, faible capacité d'endettement (87%) et une liquidité générale négatif.

A part cela nous avons constaté que cette entreprise présente des bonnes rentabilités économiques et financières. Néanmoins, avec ces rentabilités et quand nous avons calculé la CAF, l'analyse nous a montré que l'ENIEM, durant toute la période, a été à mesure de s'autofinancer chaque année ; la CAF a été très large et même les ratios calculés à ce sujet nous l'indiquent. Un degré élevé de solvabilité pour 2013 et 2014.

Tous ces éléments répondre à notre troisième question--Existe-t-il une structure financière optimale ? La structure financière optimale consiste pour une entreprise à satisfaire ses besoins de capitaux en trouvant un parfait équilibre entre ses ressources provenant de son endettement et ses fonds propres. La structure financière optimale a néanmoins fait l'objet de nombreux développements théoriques (Modigliani et Miller) et empiriques, tendant à démontrer, qu'en présence de marchés parfaits et sous certaines conditions, les différentes formes de financement sont équivalentes.

Pour répondre notre quatrième question -Quels sont les déterminants du choix d'une structure financière ? on a présenté une synthèse des contributions au débat sur la structure financière et a montré que le choix d'une structure financière dépend de les contraintes de l'équilibre financier, le niveau d'effet de levier offert par l'emprunt et le coût du financement. En effet, la théorie de compromis met en œuvre une structure financière qui résulte d'un arbitrage entre les économies d'impôts liés à l'endettement et les coûts d'une éventuelle faillite. La théorie des préférences hiérarchisées de financement montre que la structure financière est influencée par les asymétries d'information., la théorie de <<Market timing >>, qui affirme que la structure financière des entreprises dépend des conditions de marché, n'a pas fait l'objet de vérification empirique.

Les théories de compromis supposent qu'aucun mode de financement n'est a priori préféré. A contrario, selon la théorie de financement hiérarchique (Myers, 1984), l'autofinancement est le moyen privilégié des dirigeants.

Le financement par la dette est plus qu'utile pour la gestion des conflits d'intérêts (Jensen & Meckling, 1976) entre dirigeants et actionnaires. En effet, la théorie d'agence stipule que sans dette contractée, les dirigeants pourraient prendre des décisions qui serviraient leurs propres intérêts au détriment de ceux des actionnaires. Cependant, en levant de la dette, ils sont obligés d'optimiser les décisions d'investissement qu'ils entreprennent afin de pouvoir honorer leurs engagements à temps.

À l'issue de cette étude, nous pouvons déduire que les choix des modes de financement ont une influence significative sur la performance de l'entreprise mais diffère en fonction de l'indicateur de performance retenu. En effet, la dette long terme impacte négativement la performance, la dette court terme et l'autofinancement ont à contrario une influence positive sur la performance de l'ENIEM.

### Chapitre 3: Cas de l'ENIEM comme illustration des développements théoriques

---

Tous ces éléments nous ont permis de confirmer notre hypothèse Un choix entre Fonds Propres et dettes a une influence sur la performance financière d'une entreprise.

Nous ne saurions terminer ce travail sans émettre quelques suggestions et recommandations à l'endroit des autorités de l'ENIEM. Au vu des données chiffrées de notre étude. Vu certaines faiblesses rencontrées au cours de notre analyse, nous suggérons ce qui suit à l'ENIEM, si elle veut pérenniser ses activités :

- Lutter pour son autonomie financière car les dettes à long terme sont plus élevées que les capitaux propres ;
- Demander au gouvernement ou aux partenaires une subvention pour renforcer les capitaux propres car ils sont inférieurs aux dettes ;
- Augmenter sa liquidité générale et immédiate afin de faire face au paiement des fournisseurs dans l'immédiat ;
- Définir clairement une politique de remboursement des créances - clients ;

-;La règle de l'équilibre financier

Les emplois stables doivent être financés par des ressources durables (il est apprécié à partir du bilan fonctionnel) le fonds roulement net global est la marge de sécurité qui permet de financer les besoins en liquidité nécessaires à la vie de l'entreprise

-La règle de l'autonomie financière

Pour faire appel aux emprunts bancaires, l'entreprise ne doit pas avoir ces dettes financières déjà trop importantes ( $\text{capitaux propres/dettes financières} < 1$ ). De plus la dette financière ne doit pas représenter plus de 3 ou 4 fois la caf ( $\text{dettes fi/caf} < 4$ ).

-La règle du minimum d'autofinancement

L'entreprise doit autofinancer une partie (en général 30%) des investissements pour lesquels elle sollicite des crédits.

Nous estimons ne pas avoir fait un travail exhaustif. Bien de choses restent à analyser tels que la gestion de stock, l'étude du marketing, la Gestion des ressources humaines de l'ENIEM.

# BIBLIOGRAPHIE

## Ouvrages

2. AMADIEU Paul : *Analyse de l'information Financière, Rue Héricart, éd, Paris*
3. Amblard, M., «Performance financière : vers une relecture critique du résultat Comptable», *XVIème Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique(AIMS), Vol.2, 2007*
1. Albert Douillet, « *L'analyse financière pratique* », Chotard et associés éditeurs.
5. Bourguignon, A., « Performance et contrôle de gestion », *Encyclopédie de Comptabilité, Economica, Vol.1, pp. 931-941, 2000*
4. Becker et Wurgler, *Structure Financière d'une entreprise*, éd. Dalloz, Paris, 1983
6. Buissart.C, *Analyse financière*, éd. Foucher, Paris, 1996
8. CAPEZ .A, *Elément de Gestion Financière*, 2eme éd. Masson, Paris, 1999
7. Conso. P., « *La gestion financière de l'entreprise* », DUNOD, 1975
9. Eddy Bloy, « *Initiation à l'analyse financière* », 1980.
10. Frantz, M., «Diversification, risque et performance financière», *Revue Financier*, Vol.4 ,2007
11. Gadioux, S., « relation entre la performance sociétale et la performance financière des organisations », *JOURNAL of Economics and Sociology*, vol.36, 2010
12. GINGLIGNER. E., *Gestion financière d'entreprise*, éd. Dalloz, Paris, 1991
13. HOARAO Christian : *Maîtriser les Diagnostics financiers 3<sup>ème</sup> édition Paris 2006*
14. MARIE PINEL. J., «*évolution dans l'application des principes du gouvernement d'entreprise* », analyse financière, septembre, 1997
15. MARTINE Michel di : *Guide pratique Financier pour les entreprises 2<sup>ème</sup> édition Dunod Paris 2003*
16. Robert Lavaud, « *Comment mener une analyse financière* », éditions DUNOD, 1982.
17. Youssef Jamal, « *Précis d'analyse financière de l'entreprise* », 2003.

### **Articles**

ROSS, « *The determination of financial structure* », the bell journal of economics, 1977.

### **Les Memoires et Thèses :**

ASSSOUS NASSIMA « Impact des décisions financière sur la création de valeur au sein des entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger » Thèse de Doctorat, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2015.

### **Les Sites Internet :**

1. [http://www.Google/Structure financière](http://www.Google/Structure_financiere), consulte le 5 septembre 2017
2. <http://www.Google/Rentabilite>, Consulte le 28 Septembre 2017

### **Les Notes de cours**

1. KAKESE NSADISA C. Note de cours d'analyse des états financiers, ISP/Lubumbashi, inédit 2013,
2. KAPONDHA, Note de cours d'analyse des états financiers, ISC/UNILU, inédit 2007
3. LWANDU TSHILENYO J. Note de cours d'analyse des états financiers, ISS/SCOFI-Lubumbashi, inédit, 2012

## Liste des tableaux

<b>Tableau</b>	<b>Intitulé</b>	<b>Page</b>
1	<b>Les indicateurs de la structure financière</b>	32
2	<b>Récapitulatif de l'évolution de l'ENIEM</b>	72
3	<b>Emplois des bilans financiers pour 2013, 2014 et 2015</b>	80
4	<b>Ressources des bilans financiers pour 2013, 2014 et 2015</b>	81
5	<b>Emplois des bilans en grande masse</b>	82
6	<b>Ressources des bilans en grandes masse</b>	82
7	<b>Calcul du fonds de roulement par le haut de bilan</b>	84
8	<b>Calcul du fonds de roulement par le bas de bilan</b>	85
9	<b>Calcul du besoin en fonds de roulement</b>	85
10	<b>Calcul de la trésorerie nette</b>	86
11	<b>Calcul des soldes intermédiaires de gestion</b>	87
12	<b>Calcul de la CAF par la méthode soustractive</b>	89
13	<b>Calcul de la CAF par la méthode additive</b>	90
14	<b>Calcul de l'autonomie financière</b>	91
15	<b>Calcul du ratio de financement</b>	92
16	<b>Calcul de la capacité d'endettement</b>	92
17	<b>Calcul de la solvabilité générale</b>	93
18	<b>Calcul de la liquidité générale</b>	93
19	<b>Calcul de la liquidité réduite</b>	94
20	<b>Calcul de la liquidité immédiate</b>	94
21	<b>Calcul de la rentabilité de l'actif</b>	95
22	<b>Calcul de la rentabilité économique</b>	95
23	<b>Calcul de la rentabilité financière</b>	96
24	<b>Calcul de l'EVA</b>	97
25	<b>Calcul de l'effet de levier financier</b>	97

## Liste des schémas

<b>schémas</b>	<b>Intitulé</b>	<b>Page</b>
<b>1</b>	<b>Les activités de l'entreprise ENIEM</b>	<b>77</b>
<b>2</b>	<b>L'organigramme général de l'ENIEM</b>	<b>78</b>

## **La liste d'abréviation**

FR : fonds de roulement

BFR : besoin en fonds de roulement

TN : trésorerie nette

VI : Valeurs d'immobilisation

VE : Valeur d'exploitation

VA : Valeurs réalisables

VD : Valeurs disponibles

FP : Fonds propres

DLMT : Dettes à long et moyen terme

DCT : Dettes à court terme

VA : Valeur ajoutée

EBE : L'excédent brut d'exploitation

ROA : Return on Asset (rendement des actif)

ROE: Return on Equity (rendement des capitaux propres)

ROI : Return on Investment (rendement sur l'investissement) PER: Price earnings ratio

MM: Modigliani et Miller

CMPC : Coût moyen pondéré du capital

MEDAF : Modèle d'équilibre des actifs financiers

SIG : Soldes Intermédiaires de Gestion

ENIEM : Entreprise Nationale des Industries de l'Électroménager

NOPAT: Net operating profit after tax

EVA :Economic Value Added (valeur économique ajoutée)

SPA : Société par action

BILAN AU 31/12/2013

ACTIF						
N° CPTÉ	DESIGNATION	NOTE	N Brut	N Amort - Prov	N Net	N -1 Net 31.12.2012
<b>ACTIF NON COURANT</b>						
20	Immobilisations incorporelles		0.00	0.00	0.00	0.00
21	Immobilisations corporelles		1,172,047,639.55	609,364,394.71	562,683,244.84	573,036,682.98
211	Terrains		371,073,487.54	0.00	371,073,487.54	371,073,487.54
213	Batiments		567,862,166.87	384,279,823.88	183,582,342.99	197,224,640.41
215	Installations techniques, matériel et outillage industriels		227,709,904.11	219,909,430.37	7,800,473.74	4,552,351.99
218	Autres immobilisations corporelles		5,402,081.03	5,175,140.46	226,940.57	186,203.04
22	Immobilisations en concession		0.00	0.00	0.00	0.00
23	Immobilisations en cours		19,378,984.11	0.00	19,378,984.11	19,378,984.11
26	Immobilisations financières		0.00	0.00	0.00	0.00
27	Autres Immobilisations financières		379,096,647.34	0.00	379,096,647.34	371,296,647.34
	Autres titres immobilisés		0.00	0.00	0.00	0.00
	Prêts et autres actifs financiers non courants		379,096,647.34	0.00	379,096,647.34	371,296,647.34
275	Dépôts et cautionnements versés		14,733,150.00		14,733,150.00	6,933,150.00
276	Autres créances immobilisées		364,363,497.34		364,363,497.34	364,363,497.34
133	Impôts différés actif		3,706,816.54		3,706,816.54	8,489,899.74
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>			<b>1,574,230,087.54</b>	<b>609,364,394.71</b>	<b>964,865,692.83</b>	<b>972,202,214.17</b>
<b>ACTIF COURANT</b>						
3	Stocks et encours		303,883,412.02	12,782,299.48	291,101,112.54	341,305,613.75
31	Matières premières et fournitures		296,612,360.05	12,782,299.48	283,830,060.57	332,045,204.28
321	Fournitures consommables		5,311,194.91		5,311,194.91	5,094,801.00
322	Matières consommables		1,959,857.06		1,959,857.06	1,892,288.51
37	Stocks à l'extérieur		0.00		0.00	2,273,319.96
	Créances et emplois assimilés		15,936,037.77	0.00	15,936,037.77	840,612,152.26
	Créances clients		0.00	0.00	0.00	0.00
	Autres débiteurs		6,841,951.01	0.00	6,841,951.01	836,531,954.20
181	Créances inter-unites		6,841,951.01		6,841,951.01	805,171,969.66
409	Fournis.-débit.: avanc. et acompt. versés,RRR		0.00		0.00	31,359,984.54
44	Impôts et assimilés		9,094,086.76	0.00	9,094,086.76	4,080,198.06
444	Etat, impôts sur les résultats		9,094,086.76		9,094,086.76	4,080,198.06
48	Autres créances et emplois assimilés		0.00	0.00	0.00	0.00
	Disponibilités et assimilés		134,798.00	0.00	134,798.00	0.00
	Placements et autres actifs financiers courants		0.00	0.00	0.00	0.00
	Trésorerie		134,798.00	0.00	134,798.00	0.00
53	Caisse		134,798.00		134,798.00	
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>			<b>319,954,247.79</b>	<b>12,782,299.48</b>	<b>307,171,948.31</b>	<b>1,181,917,766.01</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>			<b>1,894,184,335.33</b>	<b>622,146,694.19</b>	<b>1,272,037,641.14</b>	<b>2,154,119,980.18</b>

LE DIRECTEUR D'UNITE

BILAN AU 31/12/2014

**ACTIF**

N° CPTE	DESIGNATION	NOTE	N Brut	N Amort - Prov	N Net	N-1 Net 31.12.2013
	<b>ACTIF NON COURANT</b>					
20	Immobilisations incorporelles		0.00	0.00	0.00	0.00
21	Immobilisations corporelles		1,205,563,462.66	620,102,863.41	585,460,599.25	562,683,244.84
211	Terrains		371,073,487.54	0.00	371,073,487.54	371,073,487.54
213	Batiments		567,844,934.80	399,053,340.62	168,791,594.18	183,582,342.99
215	Installations techniques, matériel et outillage industriels		262,716,733.79	217,896,320.21	44,820,413.58	7,800,473.74
218	Autres immobilisations corporelles		3,928,306.53	3,153,202.58	775,103.95	226,940.57
22	Immobilisations en concession		0.00	0.00	0.00	0.00
23	Immobilisations en cours		19,214,484.11	0.00	19,214,484.11	19,378,984.11
26	Immobilisations financières		0.00	0.00	0.00	0.00
27	Autres Immobilisations financières		364,396,647.34	0.00	364,396,647.34	379,096,647.34
	Autres titres immobilisés		0.00	0.00	0.00	0.00
	Prêts et autres actifs financiers non courants		364,396,647.34	0.00	364,396,647.34	379,096,647.34
275	Dépôts et cautionnements versés		33,150.00	0.00	33,150.00	14,733,150.00
276	Autres créances immobilisées		364,363,497.34	0.00	364,363,497.34	364,363,497.34
133	Impôts différés actif		2,297,965.70	0.00	2,297,965.70	3,706,816.54
	<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>1,591,472,559.81</b>	<b>620,102,863.41</b>	<b>971,369,696.40</b>	<b>964,865,692.83</b>
	<b>ACTIF COURANT</b>					
3	Stocks et encours		128,706,760.70	14,260,560.68	114,446,200.02	291,101,112.54
31	Matières premières et fournitures		121,597,771.53	14,085,104.96	107,512,666.57	283,830,060.57
321	Fournitures consommables		5,050,507.55	74,224.62	4,976,282.93	5,311,194.91
322	Matières consommables		2,058,481.62	101,231.10	1,957,250.52	1,959,857.06
37	Stocks à l'extérieur		0.00	0.00	0.00	0.00
	<b>Créances et emplois assimilés</b>		<b>1,341,213,317.40</b>	<b>0.00</b>	<b>1,341,213,317.40</b>	<b>15,936,037.77</b>
	Créances clients		0.00	0.00	0.00	0.00
	Autres débiteurs		1,329,474,914.32	0.00	1,329,474,914.32	6,841,951.01
181	Créances inter-unites		1,243,622,257.76	0.00	1,243,622,257.76	6,841,951.01
409	Fournis.-débit.: avanc. et acompt. versés,RRR		85,852,656.56	0.00	85,852,656.56	0.00
44	Impôts et assimilés		11,738,403.08	0.00	11,738,403.08	9,094,086.76
444	Etat, impôts sur les résultats		11,738,403.08	0.00	11,738,403.08	9,094,086.76
48	Autres créances et emplois assimilés		0.00	0.00	0.00	0.00
	Disponibilités et assimilés		72,467.00	0.00	72,467.00	134,798.00
	Placements et autres actifs financiers courants		0.00	0.00	0.00	0.00
	Trésorerie		72,467.00	0.00	72,467.00	134,798.00
53	Caisse		72,467.00	0.00	72,467.00	134,798.00
54	Regies d'avances		0.00	0.00	0.00	0.00
	<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>1,469,992,545.10</b>	<b>14,260,560.68</b>	<b>1,455,731,984.42</b>	<b>307,171,948.31</b>
	<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>3,061,465,104.91</b>	<b>634,363,424.09</b>	<b>2,427,101,680.82</b>	<b>1,272,037,641.14</b>

LE DIRECTEUR D'UNITE

BILAN AU 31/12/2015

**ACTIF**

N° CPTE	DESIGNATION	NOTE	N Brut	N Amort - Prov	N Net	N -1 Net 31.12.2014
	<b>ACTIF NON COURANT</b>					
20	Immobilisations incorporelles		0.00	0.00	0.00	0.00
21	Immobilisations corporelles		1,206,013,596.64	638,234,061.99	567,779,534.65	585,460,599.25
211	Terrains		371,073,487.54	0.00	371,073,487.54	371,073,487.54
213	Batiments		567,844,934.80	412,523,763.20	155,321,171.60	168,791,594.18
215	Installations techniques, matériel et outillage industriels		262,746,128.48	222,338,553.91	40,407,574.57	44,820,413.58
218	Autres immobilisations corporelles		4,349,045.82	3,371,744.88	977,300.94	775,103.95
22	Immobilisations en concession		0.00	0.00	0.00	0.00
23	Immobilisations en cours		19,214,484.11	0.00	19,214,484.11	19,214,484.11
26	Immobilisations financières		0.00	0.00	0.00	0.00
27	Autres Immobilisations financières		364,399,797.34	0.00	364,399,797.34	364,396,647.34
	Autres titres immobilisés		0.00	0.00	0.00	0.00
	Prêts et autres actifs financiers non courants		364,399,797.34	0.00	364,399,797.34	364,396,647.34
275	Dépôts et cautionnements versés		36,300.00	0.00	36,300.00	33,150.00
276	Autres créances immobilisées		364,363,497.34	0.00	364,363,497.34	364,363,497.34
133	Impôts différés actif		5,357,354.20	0.00	5,357,354.20	2,297,965.70
	<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>1,594,985,232.29</b>	<b>638,234,061.99</b>	<b>956,751,170.30</b>	<b>971,369,696.40</b>
	<b>ACTIF COURANT</b>					
3	Stocks et encours		244,813,635.80	14,260,560.68	230,553,075.12	114,446,200.02
31	Matières premières et fournitures		223,580,880.66	14,085,104.96	209,495,775.70	107,512,666.57
321	Fournitures consommables		14,620,082.90	74,224.62	14,545,858.28	4,976,282.93
322	Matières consommables		2,147,649.54	101,231.10	2,046,418.44	1,957,250.52
33	Encours de production produits finis		4,465,022.70	0.00	4,465,022.70	0.00
37	Stocks à l'extérieur		0.00	0.00	0.00	0.00
	<b>Créances et emplois assimilés</b>		<b>2,132,661,976.87</b>	<b>0.00</b>	<b>2,132,661,976.87</b>	<b>1,341,213,317.40</b>
	Créances clients		0.00	0.00	0.00	0.00
	<b>Autres débiteurs</b>		<b>2,119,704,699.97</b>	<b>0.00</b>	<b>2,119,704,699.97</b>	<b>1,329,474,914.32</b>
181	Créances inter-unites		2,107,037,210.95	0.00	2,107,037,210.95	1,243,622,257.76
409	Fournis.-débit.: avanc. et acompt. versés,RRR		8,910,347.60	0.00	8,910,347.60	85,852,656.56
46	Débiteurs divers		3,757,141.42	0.00	3,757,141.42	0.00
44	Impôts et assimilés		12,957,276.90	0.00	12,957,276.90	11,738,403.08
444	Etat, impôts sur les résultats		12,957,276.90	0.00	12,957,276.90	11,738,403.08
48	Autres créances et emplois assimilés		0.00	0.00	0.00	0.00
	<b>Disponibilités et assimilés</b>		<b>102,728.00</b>	<b>0.00</b>	<b>102,728.00</b>	<b>72,467.00</b>
	<b>Placements et autres actifs financiers courants</b>		<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
	<b>Trésorerie</b>		<b>102,728.00</b>	<b>0.00</b>	<b>102,728.00</b>	<b>72,467.00</b>
53	Caisse		102,728.00	0.00	102,728.00	72,467.00
54	Regies d'avances		0.00	0.00	0.00	0.00
	<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>2,377,578,340.67</b>	<b>14,260,560.68</b>	<b>2,363,317,779.99</b>	<b>1,455,731,984.42</b>
	<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>3,972,563,572.96</b>	<b>652,494,622.67</b>	<b>3,320,068,950.29</b>	<b>2,427,101,680.82</b>

LE DIRECTEUR D'UNITE

BILAN AU 31/12/2013

<b>PASSIF</b>				
N° DE CPTE	DESIGNATION	NOTE	N 31/12/2013	N - 1 31/12/2012
	<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>			
	Capital émis		0.00	0.00
101	Capital social			
1016	Dotations définitives			
102	Autres fonds propres			
108	Compte d'exploitation			
109	Capital non appelé			
	Primes et réserves - Réserves consolidées (1)		0.00	0.00
104	Écart d'évaluation			
106	Réserves ( légale, statutaire, ordinaire,réglementée)			
105	Écart de réévaluation		137,489,295.27	137,503,092.66
107	Écart d'équivalence (1)			
12	Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		231,679,424.91	37,046,420.19
11	Autres capitaux propres - Report à nouveau		13,665,169.90	19,842,024.28
110	Resultat bénéficiaire instance d'affectation			
115	ajustement pour changement de méthode		13,665,169.90	19,842,024.28
	Part de la société consolidante (1)			
	Part minoritaires (1)			
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES I</b>			<b>382,833,890.08</b>	<b>194,391,537.13</b>
	<b><u>PASSIF NON COURANT</u></b>			
	Emprunts et dettes financières		400,000,000.00	400,000,000.00
16	Emprunts et dettes assimilés		400,000,000.00	400,000,000.00
	Impôts ( différés et provisionnés )		8,489,632.51	9,707,718.76
134	Impôts différés passif		8,489,632.51	9,707,718.76
	Provisions et produits comptabilisés d'avance		29,623,539.14	54,858,092.90
153	Provisions pour pensions et obligations similaires		24,478,930.82	49,653,052.90
131	Subventions d'équipement		5,144,608.32	5,205,040.00
<b>TOTAL PASSIF NON COURANT II</b>			<b>438,113,171.65</b>	<b>464,565,811.66</b>
	<b><u>PASSIF COURANT</u></b>			
	Fournisseurs et comptes rattachés		60,207,214.61	13,905,660.23
401	Fournisseurs de stocks et services		60,207,214.61	13,905,660.23
	Impôts		0.00	0.00
	Autres dettes		33,744,991.11	712,097,397.54
181	Comptes de liaisons			696,610,267.64
42	Personnel et comptes rattachés		17,857,687.75	2,768,536.14
43	Organismes sociaux et comptes rattachés		15,257,356.95	12,294,830.12
442	Etat, impôts et taxes recouvrables sur des tiers			423,763.64
448	Etat charges à payer et produits à recevoir (hors impôts )		629,946.41	
	Trésorerie passif		357,138,373.69	769,159,573.62
519	Concours bancaires courants		357,138,373.69	769,159,573.62
518	Banque , établissements financiers et assimilés			
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>			<b>451,090,579.41</b>	<b>1,495,162,631.39</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF I + II + III</b>			<b>1,272,037,641.14</b>	<b>2,154,119,980.18</b>

LE DIRECTEUR D'UNITE

BILAN AU 31/12/2014

<b>PASSIF</b>				
N° DE CPTÉ	DESIGNATION	NOTE	N 31/12/2014	N - 1 31/12/2013
	<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>			
	<b>Capital émis</b>		<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
101	<b>Capital social</b>			
1016	Dotations définitives			
102	<b>Autres fonds propres</b>			
108	<b>Compte d'exploitation</b>			
109	<b>Capital non appelé</b>			
	<b>Primes et réserves - Réserves consolidées (1)</b>		<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
104	<b>Écart d'évaluation</b>			
106	<b>Réserves ( légale, statutaire, ordinaire,réglementée)</b>			
105	<b>Écart de réévaluation</b>		<b>137,477,008.68</b>	<b>137,489,295.27</b>
107	<b>Écart d'équivalence (1)</b>			
12	<b>Résultat net - Résultat net part du groupe (1)</b>		<b>206,997,042.19</b>	<b>231,679,424.91</b>
11	<b>Autres capitaux propres - Report à nouveau</b>		<b>28,855,402.46</b>	<b>13,665,169.90</b>
110	Resultat bénéficiaire instance d'affectation			
115	ajustement pour changement de méthode		28,855,402.46	13,665,169.90
	<b>Part de la société consolidante (1)</b>			
	<b>Part minoritaires (1)</b>			
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES I</b>			<b>373,329,453.33</b>	<b>382,833,890.08</b>
	<b><u>PASSIF NON COURANT</u></b>			
	<b>Emprunts et dettes financières</b>		<b>400,000,000.00</b>	<b>400,000,000.00</b>
16	Emprunts et dettes assimilés		400,000,000.00	400,000,000.00
	<b>Impôts ( différés et provisionnés )</b>		<b>7,421,083.14</b>	<b>8,489,632.51</b>
134	Impôts différés passif		7,421,083.14	8,489,632.51
	<b>Provisions et produits comptabilisés d'avance</b>		<b>22,148,103.06</b>	<b>29,623,539.14</b>
153	Provisions pour pensions et obligations similaires		17,063,926.42	24,478,930.82
131	Subventions d'équipement		5,084,176.64	5,144,608.32
<b>TOTAL PASSIF NON COURANT II</b>			<b>429,569,186.20</b>	<b>438,113,171.65</b>
	<b><u>PASSIF COURANT</u></b>			
	<b>Fournisseurs et comptes rattachés</b>		<b>6,460,650.97</b>	<b>60,207,214.61</b>
401	Fournisseurs de stocks et services		6,452,460.97	60,207,214.61
404	Fournisseurs d'immobilisation		8,190.00	0.00
408	Fournisseurs factures non parvenues		0.00	0.00
	<b>Impôts</b>		<b>14,841,972.00</b>	<b>0.00</b>
445	Etat taxes sur les chiffres d'affaires		14,841,972.00	0.00
	<b>Autres dettes</b>		<b>27,374,691.49</b>	<b>33,744,991.11</b>
181	Comptes de liaisons		0.00	0.00
42	Personnel et comptes rattachés		17,373,198.91	17,857,687.75
43	Organismes sociaux et comptes rattachés		5,026,670.00	15,257,356.95
442	Etat, impôts et taxes recouvrables sur des tiers		4,122,388.86	0.00
448	Etat charges à payer et produits à recevoir (hors impôts )		852,433.72	629,946.41
	<b>Trésorerie passif</b>		<b>1,575,525,726.83</b>	<b>357,138,373.69</b>
519	Concours bancaires courants		1,575,525,726.83	357,138,373.69
518	Banque , établissements financiers et assimilés		0.00	0.00
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>			<b>1,624,203,041.29</b>	<b>451,090,579.41</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF I + II + III</b>			<b>2,427,101,680.82</b>	<b>1,272,037,641.14</b>

LE DIRECTEUR D'UNITE

BILAN AU 31/12/2015

<b>PASSIF</b>				
<b>N° DE CPTÉ</b>	<b>DESIGNATION</b>	<b>NOTE</b>	<b>N 31/12/2015</b>	<b>N - 1 31/12/2014</b>
	<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>			
	<b>Capital émis</b>		<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>101</b>	<b>Capital social</b>			
1016	Dotations définitives			
<b>102</b>	<b>Autres fonds propres</b>			
<b>108</b>	<b>Compte d'exploitation</b>			
<b>109</b>	<b>Capital non appelé</b>			
	<b>Primes et réserves - Réserves consolidées (1)</b>		<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>104</b>	<b>Écart d'évaluation</b>			
<b>106</b>	<b>Réserves ( légale, statutaire, ordinaire,réglementée)</b>			
<b>105</b>	<b>Écart de réévaluation</b>		<b>137,475,497.97</b>	<b>137,477,008.68</b>
<b>107</b>	<b>Écart d'équivalence (1)</b>			
<b>12</b>	<b>Résultat net - Résultat net part du groupe (1)</b>		<b>-245,358,472.01</b>	<b>206,997,042.19</b>
<b>11</b>	<b>Autres capitaux propres - Report à nouveau</b>		<b>28,547,602.46</b>	<b>28,855,402.46</b>
110	Resultat bénéficiaire instance d'affectation			
115	ajustement pour changement de méthode		28,547,602.46	28,855,402.46
	<b>Part de la société consolidante (1)</b>			
	<b>Part minoritaires (1)</b>			
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES I</b>			<b>-79,335,371.58</b>	<b>373,329,453.33</b>
	<b><u>PASSIF NON COURANT</u></b>			
	<b>Emprunts et dettes financières</b>		<b>400,000,000.00</b>	<b>400,000,000.00</b>
16	Emprunts et dettes assimilés		400,000,000.00	400,000,000.00
	<b>Impôts ( différés et provisionnés )</b>		<b>6,438,594.77</b>	<b>7,421,083.14</b>
134	Impôts différés passif		6,438,594.77	7,421,083.14
	<b>Provisions et produits comptabilisés d'avance</b>		<b>32,331,906.51</b>	<b>22,148,103.06</b>
153	Provisions pour pensions et obligations similaires		27,308,161.55	17,063,926.42
131	Subventions d'équipement		5,023,744.96	5,084,176.64
<b>TOTAL PASSIF NON COURANT II</b>			<b>438,770,501.28</b>	<b>429,569,186.20</b>
	<b><u>PASSIF COURANT</u></b>			
	<b>Fournisseurs et comptes rattachés</b>		<b>7,102,983.74</b>	<b>6,460,650.97</b>
401	Fournisseurs de stocks et services		7,102,983.74	6,452,460.97
404	Fournisseurs d'immobilisation		0.00	8,190.00
408	Fournisseurs factures non parvenues		0.00	0.00
	<b>Impôts</b>		<b>8,202,821.28</b>	<b>14,841,972.00</b>
445	Etat taxes sur les chiffres d'affaires		8,202,821.28	14,841,972.00
	<b>Autres dettes</b>		<b>32,181,572.58</b>	<b>27,374,691.49</b>
181	Comptes de liaisons		0.00	0.00
42	Personnel et comptes rattachés		26,629,257.29	17,373,198.91
43	Organismes sociaux et comptes rattachés		3,242,317.61	5,026,670.00
442	Etat, impôts et taxes recouvrables sur des tiers		1,688,303.57	4,122,388.86
448	Etat charges à payer et produits à recevoir (hors impôts )		621,694.11	852,433.72
	<b>Trésorerie passif</b>		<b>2,913,146,442.99</b>	<b>1,575,525,726.83</b>
519	Concours bancaires courants		2,913,146,442.99	1,575,525,726.83
518	Banque , établissements financiers et assimilés		0.00	0.00
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>			<b>2,960,633,820.59</b>	<b>1,624,203,041.29</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF I + II + III</b>			<b>3,320,068,950.29</b>	<b>2,427,101,680.82</b>

LE DIRECTEUR D'UNITE

**COMPTE DE RESULTATS ( I ) ( Par nature )**  
**PERIODE DU 01/01/2013 AU 31/12/2013**

N° DE CPTE	DESIGNATION	Mantants au 31/12/2013	Montants au 31/12/2012
70	Ventes et produits annexes	0.00	0.00
72	Variation stocks produits finis et en cours	2,074,669,964.13	1,711,587,518.24
73	Production immobilisée	1,448,507.84	1,067,824.56
74	Subventions d'exploitation	0.00	0.00
	<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>2,076,118,471.97</b>	<b>1,712,655,342.80</b>
60	Achats consommés	1,793,666,352.89	1,431,134,689.79
	<b>Services extérieurs et autres consommations</b>	<b>25,279,599.95</b>	<b>22,816,119.46</b>
61	Services extérieurs	1,056,874.23	558,445.55
62	Autres services extérieurs	24,222,725.72	22,257,673.91
	<b>II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>	<b>1,818,945,952.84</b>	<b>1,453,950,809.25</b>
	<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>257,172,519.13</b>	<b>258,704,533.55</b>
63	Charges de personnels	109,959,012.73	87,038,243.19
64	Impôts, taxes et versements assimilés	140,980.86	2,758.92
	<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>147,072,525.54</b>	<b>171,663,531.44</b>
75	Autre produits opérationnels	37,290,429.86	36,820,410.96
65	Autres charges opérationnelles	48,718,348.99	27,198,065.17
68	Dotations aux amortissements, Provisions et pertes de valeur	24,932,319.30	20,493,941.14
78	Reprise sur pertes de valeur et provisions	25,174,122.08	5,598,351.06
	<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>135,886,409.19</b>	<b>166,390,287.15</b>
76	Produits financiers	12,604,208.79	9,549,482.92
66	Charges financières	12,018,714.68	9,789,825.15
	<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>585,494.11</b>	<b>-240,342.23</b>
	<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS ( V + VI )</b>	<b>136,471,903.30</b>	<b>166,149,944.92</b>
	<b>Impôts exigibles sur résultats ordinaires</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
695	Impôts sur les bénéfices basés sur le résultat des activités ordinaires	0.00	0.00
698	Autres impôts sur les résultats	0.00	0.00
	<b>Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires</b>	<b>0.00</b>	<b>-722,582.41</b>
692	Imposition différée actif	0.00	-722,582.41
693	Imposition différée passif	0.00	0.00
	<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>2,151,187,232.70</b>	<b>1,764,623,587.74</b>
	<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>2,014,715,329.40</b>	<b>1,597,751,060.41</b>
	<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>136,471,903.30</b>	<b>166,872,527.33</b>
77	Eléments extraordinaires ( produits)	0.00	0.00
67	Eléments extraordinaires ( charges)	0.00	0.00
	<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
	<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>136,471,903.30</b>	<b>166,872,527.33</b>
	Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)		
	<b>XI - RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE (1)</b>		
	<b>Dont part des minoritaires (1)</b>		
	<b>Part du groupe (1)</b>		

**LE DIRECTEUR D'UNITE**

**COMPTE DE RESULTATS (I) ( Par nature )**  
**PERIODE DU 01/01/2014 AU 31/12/2014**

BILAN AU 31/12/2014

N° DE CPTÉ	DESIGNATION	Montant au 31/12/2014	Montant au 31/12/2013
70	Ventes et produits annexes	0.00	0.00
72	Variation stocks produits finis et en cours	1,846,007,407.13	2,074,669,964.13
73	Production immobilisée	1,218,074.83	1,448,507.84
74	Subventions d'exploitation	0.00	0.00
	<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>1,847,225,481.96</b>	<b>2,076,118,471.97</b>
60	Achats consommés	1,553,649,801.40	1,793,666,352.89
	<b>Services extérieurs et autres consommations</b>	<b>27,224,765.83</b>	<b>25,279,599.95</b>
61	Services extérieurs	1,657,729.78	1,056,874.23
62	Autres services extérieurs	25,567,036.05	24,222,725.72
	<b>II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>	<b>1,580,874,567.23</b>	<b>1,818,945,952.84</b>
	<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>266,350,914.73</b>	<b>257,172,519.13</b>
63	Charges de personnels	121,298,011.20	109,959,012.73
64	Impôts, taxes et versements assimilés	2,425.13	140,980.86
	<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>145,050,478.40</b>	<b>147,072,525.54</b>
75	Autre produits opérationnels	30,325,142.21	37,290,429.86
65	Autres charges opérationnelles	60,872,300.77	48,718,348.99
68	Dotations aux amortissements, Provisions et pertes de valeur	30,505,858.71	24,932,319.30
78	Reprise sur pertes de valeur et provisions	19,543,337.80	25,174,122.08
	<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>103,540,798.93</b>	<b>135,886,409.19</b>
76	Produits financiers	25,181,793.89	12,604,208.79
66	Charges financières	20,978,857.51	12,018,714.68
	<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>4,202,936.38</b>	<b>585,494.11</b>
	<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS ( V + VI )</b>	<b>107,743,735.31</b>	<b>136,471,903.30</b>
	<b>Impôts exigibles sur résultats ordinaires</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
695	Impôts sur les bénéfices basés sur le résultat des activités ordinaires	0.00	0.00
698	Autres impôts sur les résultats	0.00	0.00
	<b>Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires</b>	<b>-2,304,014.85</b>	<b>0.00</b>
692	Imposition différée actif	-2,304,014.85	0.00
693	Imposition différée passif	0.00	0.00
	<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1,922,275,755.86</b>	<b>2,151,187,232.70</b>
	<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1,812,228,005.70</b>	<b>2,014,715,329.40</b>
	<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>110,047,750.16</b>	<b>136,471,903.30</b>
77	Eléments extraordinaires ( produits)	0.00	0.00
67	Eléments extraordinaires ( charges)	0.00	0.00
	<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
	<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>110,047,750.16</b>	<b>136,471,903.30</b>
	Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)		
	<b>XI - RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE (1)</b>		
	<b>Dont part des minoritaires (1)</b>		
	<b>Part du groupe (1)</b>		

LE DIRECTEUR D'UNITE

**COMPTE DE RESULTATS ( I ) ( Par nature )**  
**PERIODE DU 01/01/2015 AU 31/12/2015**

BILAN AU 31/12/2015

N° DE CPTE	DESIGNATION	Montant au 31/12/2015	Montant au 31/12/2014
70	Ventes et produits annexes	0.00	0.00
72	Variation stocks produits finis et en cours	1,788,664,186.68	1,846,007,407.13
73	Production immobilisée	4,429,024.11	1,218,074.83
74	Subventions d'exploitation	0.00	0.00
	<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>1,793,093,210.79</b>	<b>1,847,225,481.96</b>
60	Achats consommés	1,490,470,153.90	1,553,649,801.40
	<b>Services extérieurs et autres consommations</b>	<b>17,905,262.37</b>	<b>27,224,765.83</b>
61	Services extérieurs	2,275,591.14	1,657,729.78
62	Autres services extérieurs	15,629,671.23	25,567,036.05
	<b>II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>	<b>1,508,375,416.27</b>	<b>1,580,874,567.23</b>
	<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>284,717,794.52</b>	<b>266,350,914.73</b>
63	Charges de personnels	107,921,473.82	121,298,011.20
64	Impôts, taxes et versements assimilés	3,460.89	2,425.13
	<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>176,792,859.81</b>	<b>145,050,478.40</b>
75	Autre produits opérationnels	37,041,899.81	30,325,142.21
65	Autres charges opérationnelles	37,546,469.22	60,872,300.77
68	Dotations aux amortissements, Provisions et pertes de valeur	45,917,010.62	30,505,858.71
78	Reprise sur pertes de valeur et provisions	17,063,926.42	19,543,337.80
	<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>147,435,206.20</b>	<b>103,540,798.93</b>
76	Produits financiers	38,225,663.67	25,181,793.89
66	Charges financières	48,522,631.46	20,978,857.51
	<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-10,296,967.79</b>	<b>4,202,936.38</b>
	<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS ( V + VI )</b>	<b>137,138,238.41</b>	<b>107,743,735.31</b>
	<b>Impôts exigibles sur résultats ordinaires</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
695	Impôts sur les bénéfices basés sur le résultat des activités ordinaires	0.00	0.00
698	Autres impôts sur les résultats	0.00	0.00
	<b>Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires</b>	<b>-5,188,550.69</b>	<b>-2,304,014.85</b>
692	Imposition différée actif	-5,188,550.69	-2,304,014.85
693	Imposition différée passif	0.00	0.00
	<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1,885,424,700.69</b>	<b>1,922,275,755.86</b>
	<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1,743,097,911.59</b>	<b>1,812,228,005.70</b>
	<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>142,326,789.10</b>	<b>110,047,750.16</b>
77	Eléments extraordinaires ( produits)	0.00	0.00
67	Eléments extraordinaires ( charges)	0.00	0.00
	<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
	<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>142,326,789.10</b>	<b>110,047,750.16</b>
	Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)		
	<b>XI - RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE (1)</b>		
	Dont part des minoritaires (1)		
	Part du groupe (1)		

LE DIRECTEUR D'UNITE

# TABLE DES MATIÈRES

SOMMAIRE

DEDICACE

REMERCIEMENTS

INTRODUCTION

GENERALE.....1

**CHAPITRE 1 : FONDEMENTS THEORIQUES DU LIEN ENTRE  
STRUCTURE FINANCIÈRE ET VALEUR**

**D'ENTREPRISE.....4**

Introduction.....4

**Section 1 : L'apport des théories financières traditionnelles.....6**

1 - La théorie de Modigliani et Miller avec ou sans fiscalité.....6

1-1- La théorie de Modigliani et Miller en l'absence d'impôt.....7

1-2 - Théories de Modigliani et Miller en présence d'imposition.....9

1-2-1 -Les hypothèses de Modigliani et Miller.(1961).....11

1-2-2 - Critique du modèle de M.M.(1961).....12

1-3 -L'école traditionnelle.....13

**Section 2 : L'apport des théories financières modernes à la stratégie financière.....14**

1 - Principe de la théorie financière modernes.....14

1-1 - La théorie de l'agence.....14

1-2 - La Substitution d'actifs ou de projets.....16

1-3 - Le sous-investissement.....16

2-La théorie des coûts s coûts de transaction (williamson-1988).....17

3- La théorie de gouvernance de l'entreprise.....20

4- Autres théories récents.....21

4-1 - Les modèles de « static trade off».....22

4-2 - Les modèles de « pecking order ».....22

4-3 - Les modèles de «market timing theory of capital structure».....23

<b>Section 3 : Structure et politique financière de l'entreprise.....</b>	<b>25</b>
1 -Politique financière de l'entreprise.....	25
1-1 - Les objectifs et les critères d'une politique financière.....	26
1-2 - Les rôles de la politique financière.....	26
1-3 - La place de la politique financière dans le domaine de la finance d'entreprise.....	27
2 - Les décisions financières.....	27
2-1 - Les décisions financières à moyen et long terme: .....	28
2-2 - Les décisions financières à court terme.....	29
Conclusion.....	30

**CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA STRUCTURE FINANCIÈRE ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE DE L'ENTREPRISE.....32**

Introduction.....	32
<b>SECTION 1 : La structure financière et les indicateurs de la performance. ....</b>	<b>32</b>
1 - La structure financière de l'entreprise.....	32
1-1 -Notion de la structure financière.....	32
1-1-1 - Définition de la structure financière.....	33
1-1-2 - Objectif de la structure financière.....	33
1-1-3 - Importance de la structure financière.....	33
1-2 - Composition de la structure financière.....	34
1-2-1 - Valeurs immobilisées ou Actifs fixes.....	34
1-2-2 - Actifs circulants ou Valeurs circulantes.....	34
1-2-3 - Capitaux permanent.....	34
1-2-4 - Dettes à court terme.....	35
1-3 - Déterminants de la structure financière .....	35
1-4- Choix de la Structure financière.....	36
2 - Les différentes types de performance.....	36
2-1 - La notion de performance.....	36
2-2 - Définition de la performance.....	37
2-3 - Objectif de la performance.....	37
2-4 - Types de performances.....	38
3 - Les indicateurs de performance financière.....	39
3-1 - Les Ratios.....	39
3-1-1 - Définition d'un ratio .....	40
3-1-2 - Les intérêts des ratios .....	40
3-2 - Les indicateurs de rentabilité.....	41
3-3- Indicateurs de liquidité. ....	41
3-4 -Les ratios de la structure financière.....	44
<b>Section 2 : Choix de financement entre fonds Propres et Dette.....</b>	<b>46</b>
1 - La rentabilité économique et la rentabilité financière. ....	46
1-1 - La notion de rentabilité.....	46
1-2 -La rentabilité économique ou la rentabilité des actifs.....	46
1-3 - La rentabilité financière ou rentabilité des fonds propres (RF) .....	47
1-4 - La dette comme un levier de rentabilité.....	49

1-5 - L'endettement et la rentabilité économique.....	49
2 -Politique d'arbitrage entre fonds propres et Dette.....	50
2-1 - L'effet de levier.....	51
2-1-1 - L'effet de levier par endettement.....	51
2-1-2 - L'impact de la politique de financement sur la création de valeur.....	52
3 - Avantages et inconvénients de mode du financement.....	52
3-1 - Financement par emprunt.....	53
3-1-1 - Avantages.....	53
3-1-2 - Inconvénients.....	53
3-2 - Financement par capitaux. ....	53
3-2-1 -Avantages.....	54
3-2-2 - Inconvénients.....	54
3-3 - La technique de l'arbitrage comme facteur clé de création de valeur.....	54
4 - Le Coûts de capital et la notion de l'EVA.....	55
4-1 - Coût de capital.....	55
4-2 - Coût des capitaux propres.....	56
4-2-1 - Par le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) .....	56
4-2-2 - Par le modèle actuariel de Gordon-Shapiro.....	58
4-3 - Le coût de la dette et la valeur de l'entreprise.....	60
4-3-1-Coûts de l'emprunt .....	60
4-3-2 - Le coût moyen pondéré du capital: un élément essentiel pour la valeur .....	61
4-4 - Le choix d'une structure financière et la valeur.....	62
4-4-1- Structure financière et la valeur économique ajoutée (EVA) .....	62
4-4-2- Décision de financement et EVA.....	63
Conclusion.....	67
<b>CHAPITRE 3 : CAS DE L'ENIEM COMME ILLUSTRATION DES DEVELOPPEMENTS THEORIQUES.....</b>	<b>68</b>
Introduction.....	68
<b>Section 1 : Présentation et organisation de l'ENIEM. ....</b>	<b>69</b>
1 - Présentation générale de l'ENIEM.....	69
1-1 - Création de l'ENIEM .....	69
1-2 - Evolution de l'ENIEM .....	69
1-3 - Le capital social et le patrimoine de l'entreprise .....	70
1-5 - Mission et objectifs de l'ENIEM .....	73
1-5-1 - Mission de l'ENIEM.....	73
1-5-2 - Objectif de l'ENIEM.....	73
2 - Organisation générale de l'ENIEM.....	73
2-1 - La direction générale .....	73
2-2 - Les unités de l'ENIEM .....	74
2-2-1 - Les unités de production .....	74
2-2-2 - Unité commerciale .....	76
2-2-3 - Unité prestations techniques .....	76
3 - L'organigramme général de l'ENIEM.....	78
<b>Section 2 : Analyse de la performance financière de l'entreprise ENIEM .....</b>	<b>80</b>
1 - L'analyse des bilans financiers. ....	80
1-1 - Bilans financiers des années 2013,2014 et 2015. ....	80

1-2 - Interprétation structurelle des bilans financiers.....	83
1-2-1 - Structure des emplois.....	83
1-2-2 - Structure des ressources .....	83
2 - L'analyse par les équilibres financiers.....	84
2-1 - L'équilibre financier à long terme.....	84
2-2 - L'équilibre financier à court terme.....	85
2-3 - La trésorerie nette.....	86
3 - L'analyse du compte de résultat et la caf .....	86
3-1 -Calcul et Interprétation des soldes intermédiaires de gestion(SIG) .....	88
3-2 - La capacité d'autofinancement.....	89
3-2-1 - Détermination de la CAF par la méthode soustractive. ....	89
3-2-2 - Détermination de la CAF par la méthode additive.....	90
3-2-3- L'interprétation de la capacité d'autofinancement.....	90
4 - L'analyse de la situation financière de l'entreprise par la méthode des ratios.....	91
4-1 - L'analyse des ratios de structure.....	91
4-2 - L'analyse des ratios de rentabilité.....	95
4-2-1- Ratio de rentabilité de l'actif.....	95
4-2-2 - Ratio de rentabilité économique .....	95
4-2-3 - Ratio de rentabilité financière.....	96
5-L'analyse de choix entre fonds propres et dette.....	96
5-1 -Notion de choix optimal.....	96
5-2 -Valeur économique ajoutée (Economic Value Added, EVA) .....	96
5-3 -Le levier financier.....	97
CONCLUSION.....	98
Conclusion Générale.....	99
Bibliographie.....	102
Liste des tableaux .....	104
Liste des schémas.....	105
Liste des abréviations .....	106
Annexe.....	107
Table des matières.....	116