

MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE
SCIENTIFIQUE
UNIVERSITE MOULOU D MAMMERI DE TIZI-OUZOU
FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES ET SCIENCES DE
GESTION
DEPARTEMENT DES SCIENCES FINANCIERES ET COMPTABILITE
CAMPUS TAMDA II



*Mémoire de fin de cycle
En vue de l'obtention du Diplôme de Master en Sciences
Financières et Comptabilité*

Option : Finance d'entreprise

Thème :

L'impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise

Cas : EPE/SPA Electro-industries d'Azazga.

Réalisé par :

- MELBOUCI MAYAS.
- TEKRANE LYES

Encadré par :

- Dr. ALLEK Saïfa

Devant les membres du jury composé de :

- *Présidente* : Mme BENAMARA Karima (Maître-assistante A à l'UMMTO)
- *Examineur* Mr NAIT SLIMANI Mohand (Maître-assistant A à l'UMMTO)
- *Promotrice* : Mme ALLEK Saïfa (Maître de conférence B à l'UMMTO)

Année universitaire : 2021-2022

Remerciement

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

La réalisation de ce mémoire a été possible grâce au concours de plusieurs personnes à qui nous voudrions témoigner toute notre gratitude.

*Nous adressons nos vifs remerciements, notre profonde gratitude et notre reconnaissance à la directrice de ce mémoire **Madame ALLEK Saïfa** pour sa patience, sa disponibilité et surtout ses judicieux conseils, qui ont contribué à alimenter notre réflexion.*

*Nous tenons également à remercier **Madame ASSOUS Nassima** et **Monsieur SAM Hocine**, pour leur apport, leurs efforts, et surtout pour le temps qu'ils nous ont consacré*

*Nos sentiments de gratitude s'adressent aussi à **Monsieur YOUSNADJ Mourad**, cadre financier à l'entreprise EPE/SPA Electro-Industries pour l'accueil qu'il nous a réservé durant notre stage.*

Nous désirons aussi remercier l'ensemble des enseignants et de l'équipe pédagogique de la faculté des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de Gestion de l'Université Mouloud MAMMERI de Tizi-Ouzou en général et du Département des Sciences Financières et Comptabilité du Campus Tamda II en particulier, qui nous ont fourni les outils nécessaires à la réussite de nos études universitaires.

Nous sommes très honorés de la présence des membres du jury, que nous remercions chaleureusement d'avoir accepté d'examiner et d'évaluer ce travail.

Enfin, nous tenons à témoigner toute notre gratitude à nos camarades pour leur soutien inestimable.

Dédicaces

Je dédie ce modeste travail :

A mes chers parents, pour tous leurs sacrifices, et leur soutien tout au long de mes études.

A tout le reste de ma famille, qui ont été toujours présents pour les bons conseils.

À tous mes ami(e)s et camarades qui m'ont encouragé de près ou de loin.

A toutes les personnes qui ont participé de près ou de loin à l'élaboration de ce travail et qui ont prié dieu pour plus de réussite.

Mayas.

Dédicaces

Je dédie ce modeste travail :

A mes chers parents, pour tous leurs sacrifices, et leur soutien tout au long de mes études.

A tout le reste de ma famille, qui ont été toujours présents pour les bons conseils.

À tous mes ami(e)s et camarades qui m'ont encouragé de près ou de loin.

A toutes les personnes qui ont participé de près ou de loin à l'élaboration de ce travail et qui ont prié dieu pour plus de réussite.

Lyes

Liste des abréviations

AE: actifs économiques
BPA : Bénéfice par actions
CMPC : Coût moyen pondéré capital
C : capitaux propres
D : La valeur marchande de la dette
Rcp : Rentabilité des capitaux propres
ROE : la Rentabilité économique
OAT : Emprunts d'état
VE : La valeur marchande de l'entreprise endettée
FP : La valeur marchande des fonds propres de l'entreprise endetté
VNE : La valeur marchande de l'entreprise non endetté
Ra : Rendement des actifs économiques
Re : Rendement des capitaux propres
Rd : Rendement des dettes
T : Taux d'imposition
Kcp : le coût exigé sur les capitaux propres
Kd : le coût exigé sur l'endettement
VNC : Valeur nette comptable
ROA: Return on assets
ROIC : Rentabilité des capitaux investis
ROCE : Rentabilité des capitaux employés
BFRE : Besoin en fonds de roulement d'exploitation
HT: Hors taxes
ROE: Return on equity
Fi : Flux de trésorerie générés
T : Taux d'actualisation
I : Nombre d'années
Vo: Valeur de marché
EVA: Economic value added
Cfroi: Cash flux return on investment
Nopat: Net operating profit after tax
CFE: Cash flow d'exploitation

TSR: Total shareholder return

VM: capitaux investis

VC: Valeur comptable

MEDAF : modèle d'équilibre des actifs financiers

E(ri) : Le taux de rendement requis par les actionnaires

Rf : Le rendement de l'actif sans risque

E(r_m) : rentabilité espérés du marché

β_i : Le coefficient du risque systématique du titre du titre

g : Croissance du dividendes par actions

SCT : Spread de crédit

BFI : Besoin de financement

BFR : Besoin en fonds de roulement

FRNG : Fonds de roulement net global

TN : Trésorerie nette

CAF : Capacité d'autofinancement

TCR : Tableau de compte résultats

EPE : Entreprise publique et économique

SPA : Société par actions

EI : Electro- industries

CSP : Catégorie socio-professionnelle

SARL : Société à responsabilité limité

VI : Valeurs immobilisés

VE : Valeurs d'exploitation

VD : Valeurs disponibles

VR : Valeurs réalisables

DLMT : Dettes à Long et Moyen termes

DCT : Dettes à court termes

Sommaire

<i>INTRODUCTION GENERALE</i>	10
Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière	14
Introduction du chapitre 1.....	15
Section 1 : Aperçu générale sur la notion de structure financière	16
Section 2 : La théorie financière selon l’approche traditionnelle	28
Section 3 : La théorie financière selon l’approche moderne.....	41
Conclusion du chapitre 1	51
Chapitre 2 : évaluation de l’entreprise et cout du capital	51
Introduction du chapitre 2.....	53
<i>Section 1</i> : Le concept de la valeur de l’entreprise.....	54
<i>Section 2</i> : Le coût du capital et valorisation de l’entreprise.....	67
<i>Section 3</i> : Les différents modes de financement et leur effet sur la valeur de l’entreprise	76
Conclusion du chapitre 2	92
Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques	93
Introduction du chapitre 3.....	94
<i>Section 1</i> : Présentation et organisation de l’EPE/SPA ELELCTRO INDUSTIRES	95
<i>Section 2</i> : Analyse de la structure financière de l’électro-industrie	102
<i>Section 3</i> : Analyse de la valeur de l’entreprise EPE/SPA ELELCTRO INDUSTIRES	116
Conclusion du chapitre 3	119
CONCLUSION GENERALE	118

Introduction Générale

Introduction Générale

La finance est une discipline qui se préoccupe de l'obtention des ressources monétaire, de leur investissement, et de leur redistribution, au fil du temps et en présence du risque. Elle se pratique dans plusieurs domaines, la finance dans les entreprises, la finance de marché sur les marchés financiers, les finances publiques au sein des établissements publics et collectivités territoriales.

Le champ de la finance d'entreprise comprend deux grands types de décisions, l'investissement et le financement. Autrement dit, la fonction financière se préoccupe de la recherche et de l'allocation des ressources financières dont l'objectif poursuivi est la création de valeur et l'enrichissement des actionnaires, et ce, dans la mesure où la rentabilité des investissements est supérieure au coût des ressources qui les financent.

Par ailleurs, le financement de l'entreprise désigne les modalités dont dispose une entreprise pour faire face à ses besoins. Une entreprise généralement a deux grand choix : le financement interne et le financement externe. Le recours au financement interne ou externe engendre des coûts susceptibles de mettre en péril la situation financière de l'entreprise et ce dans la mesure où les rendements réalisés ne couvrent pas les coûts de financement.

Au cours des dernières décennies, à la suite du développement des marchés financiers et de l'évolution des techniques et de la recherche financière, le contenu de la finance d'entreprise a été extrêmement renouvelé. Initialement, peu structurée et principalement fondée sur des bases comptables et juridiques, cette discipline n'offrait à l'origine qu'un ensemble de recettes pratiques et de techniques primitives. Aujourd'hui, la finance d'entreprise s'appuie sur une théorie financière très productrice. La structure financière décolle, en principe, d'une décision intégrant tout un ensemble de facteurs. Une littérature considérable, notamment anglo-saxonne existe à ce sujet. Modigliani et Miller (1958) furent les premiers à mener une véritable réflexion théorique sur les choix de financement des entreprises. Ils ont montré, à travers des hypothèses néoclassiques, que la valeur d'une entreprise est indépendante de sa structure financière. Cet apport était décisif au développement de la théorie financière moderne et a donné naissance à une abondante littérature sur la structure financière.

Pour cela, nous allons tenter de répondre à notre problématique de recherche qui s'intitule comme suit :

Introduction Générale

- **La valeur de l'entreprise dépend-elle de sa structure financière ?**

Pour traiter notre problématique, nous avons jugé nécessaire de la diviser en sous-questions suivants :

- Existe-t-il une structure financière optimale, c'est-à-dire une combinaison d'endettement net et de capitaux propres qui permettent de maximiser la valeur de l'entreprise ou de l'actif économique ? autrement dit, existe-t-il une structure financière telle que le cout moyen pondéré du capital soit le plus faible possible ?
- Quels sont les différents modes de financement disponibles pour les entreprises ?
- Quels sont les indicateurs pour mesurer la valeur de l'entreprise ?

Afin de répondre à toutes ces questions et sous questions, nous avons formulé les hypothèses suivantes :

H1 : la valeur de l'entreprise dépend essentiellement de sa structure financière.

H2 : Le choix d'une structure financière optimale permet de maximiser la valeur de l'entreprise.

Méthodologie de recherche adoptée :

Dans le cadre de ce présent travail, et comme tout travail scientifique nous avons utilisé les méthodes et techniques ci-dessous :

- **Méthode descriptive** : Partie Théorique (basée sur la consultation documentaire).
- **Méthode analytique** : Partie empirique (basé sur la collecte et l'interprétation systématique des données quantitatives des états financiers mis à notre disposition par l'entreprise)

Alors, dans ce mémoire nous allons, en premier lieu, expliquer et montrer les généralités et concepts fondamentaux des théories et structures financières modernes et traditionnels

Introduction Générale

notamment dans le cas d'un marché parfait et imparfait, ainsi qu'en présence et absence de fiscalité.

Ensuite, dans le second chapitre, nous parlerons de la valeur de l'entreprise et de différentes méthodes d'évaluations des actifs, avant de clôturer par le choix d'une structure financière optimale qui pourra impacter ou non la valeur d'une entreprise.

Enfin, nous prendrons comme exemple, le cas d'une entreprise publique algérienne, en l'occurrence, l'Electro-industries Spa et ce pour réaliser une recherche empirique.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

Introduction du chapitre 1 :

Au début du XXe siècle, plus précisément, jusqu'en 1958, la finance était une discipline distincte de l'économie, considérée comme une discipline d'étude institutionnelle académique et universitaire, et se caractérisait par une absence presque totale d'explications des problèmes.

L'impact de la structure financière sur la valeur est au centre de l'attention des théoriciens de la finance depuis que la finance a été appliquée aux entreprises. Suivant le modèle qu'ils ont établi en 1958, F. Modigliani et M. Miller sont considérés comme les pionniers de ces préoccupations.

La réflexion théorique concernant la structure financière des entreprises trouve certainement ses origines dans les travaux précurseurs de Modigliani et Miller (1958, 1963). Suite à la démonstration du principe de neutralité de la structure financière et aux nombreuses critiques suscitées par le modèle, notamment en ce qui concerne sa non applicabilité, La première évolution de ce résultat tient à ces mêmes auteurs, qui, ont introduit, en 1963, une imperfection de marché. Depuis lors, les études théoriques se sont multipliées alors que les chercheurs cherchent à améliorer le modèle, tentant de vérifier à la fois théoriquement et empiriquement les constats des travaux précurseurs de ces auteurs, en particulier l'impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise.

Dans ce présent chapitre, nous allons s'immerger, d'une façon profonde sur les fondements et les concepts théoriques de la notion de la structure financière, en passant notamment par les différentes théories financières traditionnelles et modernes.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

Section 1 : Aperçu général sur la notion de structure financière

Le développement de son environnement financier met l'entreprise en présence d'un ensemble diversifié de moyens de financement, dont la mise en œuvre implique l'intervention sur des marchés, et/ou un contrat avec des institutions spécialisées. Pour la théorie de la décision financière, ce développement pose à l'entreprise le problème du choix d'une combinaison déterminée de moyens de financement, c'est-à-dire, le choix d'une structure financière. Dans ce contexte, la structure financière de l'entreprise s'analyse donc comme la configuration du passif du bilan ou encore comme la combinaison de ressources accumulées à une date donnée ¹

Ainsi, le terme structure financière est un ensemble de concepts qui relève plusieurs sens (large et étroit).

1.1 Définition de la structure financière :

Dans son sens large, la structure financière de l'entreprise fait allusion à l'ensemble des ressources qui financent l'entreprise, qu'il s'agit des capitaux propres, dettes à long terme, dette à court terme ou des ressources d'exploitation.

Dans cette définition, l'étude de la structure financière semble consister à comprendre à quoi servent les emplois d'une entreprise et leur mode de financement et d'investissement, ce qui explique la notion d'équilibre entre l'origine des fonds et leurs utilisations, et à ajuster le travail aux ressources qui les financent.

BERREAU et J. DALAHAYE (2004), l'aborde dans le même sens en affirmant que l'analyse de la structure financière est de porter un jugement sur l'équilibre financier fondamental²

Dans son sens étroit, la structure financière est l'ensemble des propositions qui existent à un moment donné entre les différentes ressources de l'entreprise propres ou empruntées, permanent ou provision. Il s'agit comme on peut le constater de la structure financière de l'entreprise telle qu'on peut faire apparaître à travers le passif du bilan enfin d'exercice.

Ainsi, selon Elie COHEN (1991), la référence au concept de la structure financière procède essentiellement de l'idée selon laquelle le bilan d'une entreprise ne constituant pas une simple

¹ COHEN.E « *GESTION FINANCIERE DE L'ENTREPRISE ET DÉVELOPPEMENT FINANCIER* » Éditions edicef, Vanves, 1991 P.234

² DALAHAYE, BERREAU.J « *gestion financière* », Édition dunod, Paris 2004.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

juxtaposition d'encours, la superposition contingente de l'élément disparate. Elle constitue bien des relations significatives et des ajustements favorables entre les composantes du patrimoine.³

Par conséquent, on pourra dire, que, la structure financière est la combinaison des dettes et des capitaux propres sur le bilan d'une entreprise. Ainsi, pour rendre notre étude opérationnelle, nous allons présenter ci-dessous une brève définitions de ces différents outils qui la compose :

1.1.1 La dette :

La dette est une somme d'argent ou une obligation qu'a une personne physique ou morale de remplir ses engagements de paiement, après la lui avoir empruntée ou du fait de l'exercice de son activité économique.

Dans le monde de l'entreprise, la dette est un moyen utilisé pour permettre le financement d'opérations ou d'investissements. L'émission de dette a pour objectif principal la recherche de financement.

Le financement par dette correspond au prêt d'une somme par un créancier à un débiteur. Cette somme devant être remboursée par le débiteur à une échéance donnée et donnent lieu au paiement d'un intérêt par ce dernier.

Plusieurs formes de financement par dettes coexistent : le financement par dette bancaire, le financement par dette obligataire et le financement par produits hybrides.

1.1.1.1 La dette bancaire :

La dette bancaire correspond au prêt d'un certain montant par une banque à une entreprise moyennant un remboursement à l'échéance et le paiement d'intérêts. Les emprunts sont indivis, c'est-à-dire que le contrat de prêt ne retient qu'un seul prêteur et que la dette n'est pas divisible. Une garantie est prise sur le montant de la dette pour réduire le risque de contrepartie pris par la banque en cas de défaillance de l'entreprise dans son obligation de remboursement et de

³ COHEN.E « *analyse financière* » 6^{ème} Ed. Economica, Paris 2006.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

paiement des intérêts. Les crédits de moyen terme (2 à 7 ans) se distinguent de ceux de long terme (7 à 15ans).⁴

1.1.1.2 La dette obligataire :

La dette obligataire est une forme d'endettement qui connaît aujourd'hui une évolution intéressante.

Une obligation est un titre de créance qui matérialise l'engagement de l'emprunteur vis-à-vis du prêteur, aussi appelé l'obligataire. En contrepartie des fonds mis à disposition, l'obligataire est rémunéré sous la forme de coupons correspondant au montant des intérêts dus par l'entreprise émettrice des obligations. En termes de trésorerie, la dette obligataire correspond à un emprunt classique : intérêts à verser et capital à rembourser. Les obligations peuvent être négociées sur le marché secondaire.⁵

1.1.1.3 La dette hybride :

La dette hybride revêt un intérêt particulier pour les professionnels du financement des entreprises non cotées (proposant par exemple le capital investissement). Ils l'utilisent notamment dans des montages financiers relevant de l'ingénierie financière.

Les dettes hybrides correspondent à des produits issus de l'ingénierie financière. Elles présentent la particularité de changer de nature au cours de leur vie. Ces outils financiers sont émis sous la forme de dette, mais peuvent être transformés en capital soit à l'échéance, soit durant leur vie (selon leur type).⁶

1.1.1.4 Le crédit-bail :

Le crédit-bail est une technique de financement apparue en France après la seconde guerre mondiale et importé des Etats-Unis sous le nom de leasing.

⁴ BARRREEDT.C, PALARD CELINE.J. E « *Gestion financière* » édition magnard -Vuibert, Paris 75015, 2017.P.86

⁵ BARRREEDT.C, PALARD CELINE.J. E op.cit p.87

⁶ BARRREEDT.C, PALARD CELINE.J. E op.cit p.88

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

Il est défini comme étant un contrat de location sur une durée déterminée passée entre une entreprise et un établissement financier, assorti d'une option d'achat à un prix fixe à l'avance, portant sur un bien meuble ou immeuble.

Cette location présente la particularité de contenir une option d'achat dont les choix sont les suivants :

- Lever l'option et devenir propriétaire : cette situation est fréquente puisque le coût est souvent faible dans ce contexte ;
- Prolonger le contrat de location ;
- Restituer le bien.⁷

1.1.2 Les capitaux propres :

Les capitaux propres sont les ressources financières que possède l'entreprise (hors dette). Une entreprise investit et génère ses propres capitaux pour son fonctionnement mais aussi pour rémunérer ses actionnaires. C'est au passif du bilan comptable que l'on retrouve les capitaux propres.

En finance, la notion de capitaux propres symbolise la trésorerie de l'entreprise toujours disponible au sein de celle-ci. On parle de capitaux propres ou fonds propres pour définir tout ce que l'entreprise possède à l'exception de ses dettes. Les capitaux propres constituent une ressource stable pour l'entreprise (l'autre ressource étant l'endettement).

Ces capitaux sont constitués par : le capital social ; les réserves légales, statutaires et le report à nouveau.⁸

1.1.2.1 Le capital social :

Le capital social est égale à la somme du montant total de tous les types d'apports donnés par les actionnaires et les associés à l'entreprise en échange de droits sociaux lors de sa création ou au moment de l'augmentation du capital.

⁷ BARRREEDT.C, PALARD CELINE.J. E « *Gestion financière.* » édition magnard -Vuibert, Paris 75015, 2017.

⁸ RICHARD.A « *Qu'est-ce que les capitaux propres ? Définition et calcul* » Site web de l'expertcomptable.com. Publié le 15/10/2021. Consulté le 01/06/2022.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

D'un point de vue juridique, le capital social est la somme en valeur des apports effectués par les actionnaires ou les associés excepté pour les apports en industrie. Au contraire des apports numéraires et en nature, l'apport d'un savoir de compétences et de connaissances ne peut entrer dans la constitution du capital.

En termes de temporalité, les apports sont effectués lors de la création de l'entreprise, mais peuvent être effectués durant le cours de la vie sociale de l'entreprise, suite à différents événements provoquant la réduction ou l'augmentation du capital.

D'un point de vue comptable, le capital social se situe dans les passifs au niveau du bilan. Comptablement, c'est une dette à long terme des actionnaires ou des associés possédant la société.⁹

1.1.2.2 Les réserves légales :

Les réserves légales sont un compte auquel une partie des bénéfices d'une entreprise doit obligatoirement être affectée. Avant de pouvoir procéder à la distribution de dividendes auprès de ses associés, il est obligatoire, dans certaines sociétés, de porter une fraction du bénéfice réalisé par la société à un compte intitulé "réserve légale", autrement dit de constituer un fonds de réserve légale. On parle de dotation à la réserve légale. A défaut, toute délibération contraire encourt la nullité.

La réserve légale d'une société doit être égale à 10 % du capital de la société. Tant qu'elle n'est pas remplie, les associés ont l'obligation d'affecter chaque année 5 % du bénéfice à la réserve légale.

L'obligation de mise en réserve légale permet de renforcer la situation financière de l'entreprise, plus précisément ses capitaux propres. Aussi, cela permet de crédibiliser l'entreprise auprès de ses partenaires (banques, fournisseurs, investisseurs, etc.).

1.1.2.3 Les réserves statutaires :

Lors de la création de la société ou au cours de son cycle de vie, les associés peuvent décider d'insérer des réserves dites statutaires dans les statuts de la société. Concrètement, ils offrent la

⁹ DELEMARLE.G « *Le capital social de l'entreprise : définition et rôle* » Site –web « expert-comptable.com » publié le 19 10 2021. Consulté le 01/06/2022.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

possibilité de mettre de côté une partie des bénéfices selon les conditions et modalités qu'ils fixent librement.

Le but de la réserve légale est d'éviter que les associés ne reçoivent des dividendes exorbitants et de maintenir un certain niveau de fonds propres. L'assemblée générale annuelle ne peut déroger à cette clause.

En effet, si elle décide de distribuer des bénéfices qui n'ont pas été affectés aux réserves légales, elle risque d'être identifiée comme un dividende fictif et alors passible de sanctions pénales. En effet, les associés peuvent revenir sur la clause dans les conditions prévues pour la modification des statuts, qui s'avère contraignante.

1.1.2.4 Le report à nouveau :

Le report à nouveau est un poste comptable que l'on retrouve au passif du bilan d'une société. Il fait partie des éléments qui analysent sa situation financière. Il indique s'il a enregistré des pertes au cours des années précédentes et met en évidence sa politique d'investissement. Il correspond à une partie des bénéfices de la société qui n'est ni distribuée aux actionnaires sous forme de dividendes ni de réserves statutaires ou facultatives. Il correspond aux capitaux propres tels que les réserves. A l'arrêté des comptes, les associés disposent de 6 mois pour organiser leur assemblée générale ordinaire. Ils approuvent ensuite les comptes de la société et décident de la répartition de ses résultats, c'est-à-dire : du sort de ses profits et pertes.

Lorsque les associés décident de reporter leur décision d'affectation des bénéfices à une assemblée générale ultérieure, c'est le report à nouveau.

Si l'entreprise est bénéficiaire, mais qu'elle ne veut pas procéder à une distribution de dividendes ou une petite partie seulement, elle affecte le résultat non distribué en report à nouveau. Il sera enregistré au niveau du compte 110 qui correspond au compte du « report à niveau » sur le plan comptable.

Si l'entreprise est déficitaire, le montant de report à nouveau sera négatif et comptabilisé en compte 119 lorsqu'il présente un solde débiteur.

Ci-dessous un tableau du passif du bilan illustrant les 3 points qui viennent d'être cités dans cette sous-section, à savoir :

- Les réserves légales, statutaires et le report à nouveau

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

Tableau N°01 : Tableau du passif du bilan de la partie des capitaux propres

PASSIF	
Capitaux propres	<ul style="list-style-type: none">- Capital- Réserves légales- Réserves statutaire- Réserves facultative- Résultat de l'exercice- Report à nouveau

Source : Fait par nous même

1.1.3 Le Bilan comptable :

Le bilan donne des informations sur la situation financière et sur la valeur de l'entreprise. L'analyse de la structure financière s'effectue à partir de différents indicateurs selon les critères retenus pour apprécier l'équilibre financier (approche fonctionnelle, approche patrimoniale)

Selon PIROCHON .C et LEURION. J « le bilan d'une entreprise exprime la situation financière de cette entreprise à une date donnée qui est en général, la date de fin d'exercice comptable. Il a donc un caractère statique »¹⁰

¹⁰ LEURION.J, PIROCHON. C « analyse comptable gestion prévisionnelle » Editions : FOUCHER, Paris 1976.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

Selon LOTMANI N : « Le bilan comptable est un document établi à la fin d'une période d'un an (exercice comptable). Il représente une photographie à un moment donné et renseigne sur la situation du patrimoine de l'entreprise. »¹¹

En somme, nous pouvons dire que le bilan représente une photographie ou un cliché instantané de la situation financière de l'entreprise à un instant donné, Il se présente matériellement sous forme de tableau comprenant deux volets, ou l'actif répertorie tout ce que possède l'entreprise et le passif répertorie tout ce que doit l'entreprise.

1.1.3.1 La structure du bilan :

Le bilan comptable est composé de cinq classes représentés en deux parties à savoir les emplois et les ressources. Il comporte les éléments actifs (situés dans la colonne de gauche) et passifs (situés dans la colonne de droite) de l'entreprise. On y retrouve les grandes masses suivantes : les immobilisations, les créances et les dettes de l'entreprise, la trésorerie et les capitaux propres.

A- Structure de l'actif du bilan :

L'actif du bilan représente l'ensemble des biens et des droits constituant le patrimoine de l'entreprise. Il est composé de l'actif immobilisé (emplois durables dans l'entreprise) et de l'actif circulant (éléments qui ne font que transiter dans l'entreprise et qui se renouvellent) auxquels on ajoutera les comptes de régularisation. Au sein des actifs immobilisés, on distingue les immobilisations incorporelles (marques, brevets, fonds de commerce), corporelles (terrain, machines, bâtiments) et les immobilisations financières (titres détenus sur une autre entreprise par exemple).

Parmi l'actif circulant, signalons d'une part l'existence d'actifs « temporaires » (stocks, créances clients) et d'autre part la présence de placements financiers et l'argent disponible.

Les biens sont inscrits à l'actif du bilan pour leur valeur d'origine. Les immobilisations sont ainsi comptabilisées pour leur coût d'achat ou de production, les stocks pour leur coût de production ou d'achat, les créances sur les clients pour leur valeur facturée. Cependant, pour donner une image fidèle du patrimoine de l'entreprise, la comptabilité prévoit d'évaluer la

¹¹ LOTMANI.N « *Analyse financière* ». Édition Pages-blues, Paris 2003.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

dépréciation de ces actifs en amortissant dans le temps les immobilisations et en dépréciant éventuellement les montants des créances ou des stocks.¹²

Actif net = Actif brut – amortissements cumulés et dépréciations

La présentation de l'actif du bilan est donc organisée selon le schéma suivant :

Tableau N°02 : Organisation de l'actif du bilan.

	Année N			Année N-1
	Brut	Amortissements / dépréciations	Net année N	Net année N-1
Actif immobilisé				
Actif circulant				
Comptes de régularisation				
TOTAL ACTIF				

Source : LEGROS G. « Mini manuel de Finance d'entreprise » édition Dunod, Paris 2010.P.40

Ci-dessous un tableau représentatif des éléments contenus dans l'actif du bilan :

Tableau N°03 : Représentation des éléments contenus dans l'actif du bilan.

ACTIF	
Immobilisations incorporelles	Exemples : brevet, logiciel, fonds de commerce achetés, marque...
Immobilisations corporelles	Exemples : terrains, immeuble, construction, machines, installations techniques, matériels informatiques, meubles, matériel de bureau, matériels de transport, agencement, installations...
Immobilisations financières	Exemples : prêts accordés aux salariés, titres de participation dans des filiales, prêts consentis à une filiale, dépôt et cautionnement...
Stocks	Exemples : marchandises, produits finis et en cours, matières premières.
Créances clients	Exemples : factures dues par les clients.
Valeur mobilière de placement	Exemples : titres financiers, actions ou obligations de rendement.
Banque	Compte courant à la banque de l'entreprise.
Caisse	Argent liquide détenu par l'entreprise.

Source : N. FRANCK « Finance pour non-financiers » éditions Dunod Malakoff, 2016.P09.

¹² LEGROS G. « Mini manuel de Finance d'entreprise » édition Dunod, Paris 2010.P.40

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

B- Structure du passif ou ressource du bilan :

Le passif du bilan représente l'ensemble des ressources à la disposition des entreprises. Il est composé des capitaux propres (capital social, réserves et résultat), des provisions pour risques et charges (destinées à couvrir un risque probable mais non certain), des dettes classées suivant leur origine (financière, fournisseurs...) ainsi que des comptes de régularisation passif (produits constatés d'avance, écarts de conversion passif)¹³. Il nous informe sur l'origine des capitaux de l'entreprise.

Le passif est découpé en deux grandes masses : les capitaux propres et les dettes. Au passif figure ce que je dois, que ce soit aux actionnaires ou à des tiers.

Ci-dessous un Tableau représentatif des éléments contenus dans le passif du bilan.

Tableau N°04 : Représentation des éléments contenus dans le passif du bilan.

PASSIF	
Capital social	Apport en capital des associés.
Résultat, réserves et report à nouveau	Résultats cumulés depuis la création et non redistribués aux actionnaires sous forme de dividendes.
Provision pour risques et charges	Litige potentiel constaté à la clôture de l'exercice risquant d'aboutir au paiement d'indemnités, d'une amende ou de dommages-intérêts (licenciement, litige en cours, etc.).
Dettes financières	Emprunts auprès des établissements de crédit et apports en compte courant des actionnaires. Par exemple, un associé qui avance de l'argent à l'entreprise pour régler les salaires : cet argent constitue une avance de trésorerie, liquide et exigible par l'associé à tout moment.
Dettes fournisseurs	Factures non payées aux fournisseurs.
Dettes fiscales et sociales	Impôts, salaires et charges sociales non payés à la clôture de l'exercice.

Source : N, FRANCK « Finance pour non-financiers » éditions Dunod Malakoff, 2016.P10

Pour conclure, nous pourrions ainsi dire, que, la structure financière d'une entreprise renvoie à la proportion de dettes bancaires et de capitaux propres dont elle dispose pour financer son activité. L'étude de cette structure financière à travers le bilan permet de comprendre quels sont ses emplois et leur mode de financement.

¹³ LEGROS G. « Mini manuel de Finance d'entreprise » édition Dunod, Paris 2010.P.40

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

1.2 Objectif et importance de la structure financière :

La structure financière permet d'évaluer la proportion des dettes financières et des capitaux propres. En d'autres termes, le rapport entre les dettes et les capitaux propres. Elle est variable. Elle dépend des contraintes financières liées à la nature des activités développées par les entreprises et aux décisions stratégiques prises en matière d'investissement, d'exploitation et de financement.

1.2.1 Objectifs de la structure financière :

La structure financière permet de mettre en lumière les quatre masses du bilan et s'apprécie à partir de l'équation financière minimum et des éléments qui influent sur lui.

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 portant sur l'autonomie des décisions de l'entreprise.

D'un point de vue fonctionnel, l'analyse de la structure financière d'une entreprise permet de déterminer l'origine de ses difficultés de trésorerie liées à son financement courant.

D'un point de vue statique, l'analyse de la structure financière permet notamment d'analyser et évaluer le risque de défaillance, ainsi que la stabilité des emplois et des ressources.

C'est le bilan d'une entreprise qui permet d'obtenir la meilleure image de sa structure financière puisqu'il fournit la balance comptable des ressources et leur emploi.

1.2.2 Importance de la structure financière :

La structure financière constitue une source d'information pour le fonctionnement de l'économie et pour tous ceux qui s'intéressent à la vie de l'entreprise.

- Pour les dirigeants d'entreprise, la structure financière leur permet d'évaluer la situation financière de l'entreprise pour orienter leurs décisions sur l'utilisation rationnelle des ressources disponibles de l'entreprise.

- Pour les prêteurs, il constitue un indicateur fiable avant d'accorder des crédits ou des prêts aux entreprises.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

- Pour l'Etat, la fiscalité est fonction du profit, qui dépend lui-même de l'intérêt de l'entreprise.

A partir des éléments développés dans de la section 1, nous pouvons maintenant comprendre les notions essentielles de la structure financière, ainsi que les principaux éléments qui la compose.

Nous pouvons conclure que la structure financière est l'une des décisions financières les plus importantes pour les entreprises, parce que l'objectif principal de toute entreprise ou de tout dirigeant est de déterminer une structure financière optimale pour maximiser sa valeur et minimiser le coût en capital, chose que nous allons voir en détails à travers les prochaines sections de ce chapitre, par lesquelles nous allons aborder les deux approches traditionnelles et modernes de la théorie financière pour ensuite pouvoir comprendre comment est-il est possible de choisir une structure financière optimale.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

Section 2 : La théorie financière selon l'approche traditionnelle :

L'origine théorique du débat en finance autour de la théorie financière permettant de maximiser la valeur de l'entreprise anime la théorie financière depuis plusieurs décennies. Les auteurs que sont Modigliani et Miller ont montré en 1958 qu'en l'absence de fiscalité et en présence de conditions de marché parfaites, il n'existe pas de répartition entre le financement par dette et le financement par capitaux propres soit de structure financière optimale. Lorsque les marchés financiers sont à l'équilibre, toutes les sources de financement ont le même coût pour l'entreprise, étant donné que celui-ci est déterminé par le risque de leur actif économique. Ainsi, le coût d'une source de financement qui permet d'acheter un actif égal au taux de rentabilité à exiger de cet actif est égal au taux de rentabilité à exiger de cet actif, que celui-ci soit financé par endettement ou par capitaux propres.

La première évolution de ce résultat sur le plan théorique tient à ces mêmes auteurs, qui, en 1963, ont réintroduit dans leur modèle la présence de fiscalité. Ce changement, plus réaliste, remet en cause les premiers résultats. La valeur de l'entreprise s'accroît avec le financement par dette de l'entreprise.

Ainsi, dans cette présente section, nous allons voir avec détail ces théories principalement celles de Modigliani et Miller.

2.1 Les facteurs d'influence du coût du capital :

Avant aborder le théorème de Modigliani et Miller, nous devons aborder les facteurs susceptibles d'influencer la structure financière et le coût du capital. Ces facteurs contradictoires proviennent de l'endettement : ce sont l'effet de levier et le risque financier.

2.1.1 L'effet de levier :

L'effet de levier est un terme général pour désigner n'importe quelle technique destinée à multiplier les profits et les pertes. Les techniques courantes de levier sont l'endettement, l'achat d'actifs à long terme et les produits dérivés.

L'effet de levier financier permet d'expliquer comment l'endettement contribue à améliorer ou à dégrader la rentabilité financière d'une entreprise.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

2.1.1.1 *L'effet de levier comptable :*

Selon la première version de la théorie traditionnelle, la structure optimale est obtenue lorsque l'entreprise est entièrement financée par la dette. En fait, il suppose le coût moyen de la dette est inférieur au coût moyen des capitaux propres. Les deux coûts supposés sont fixes quel que soit le niveau d'endettement. Alors, lorsque le taux d'endettement augmente, le coût moyen pondéré du capital diminue ainsi la valeur de l'entreprise augmente, c'est ce qu'on appelle l'effet de levier positif. Dans ce cas, l'effet de levier ne peut être vu que du point de vue comptable car nous n'avons pas pris en compte en tenant compte de l'impact sur tous les paramètres financiers¹⁴, il peut être calculé comme suit :

$$\text{Bénéfice de la dette} = \text{quantité de la dette} \times \text{marge de profit unitaire de la dette}$$

2.1.1.2 *L'effet de levier financier :*

L'effet de levier explique le taux de rentabilité des capitaux propres en fonction du taux de rentabilité de l'actif économique et du coût de la dette. On appelle l'effet de levier la différence entre la rentabilité des capitaux propres et la rentabilité économique. Dans cette deuxième version, l'endettement a un double effet. Un effet positif qui se traduit par l'augmentation de la rentabilité financière et un effet négatif qui se traduit par l'augmentation du risque financier.

L'effet de levier financier est donné par la formule suivante :

$$\text{Effet de levier} = \text{Rcp} - \text{RE}$$

Avec les notions suivantes :

Rcp : La rentabilité des capitaux propres ou appelé encore rentabilité financière ;

RE : La rentabilité économique.

¹⁴ VERMINEN.P « *Finance d'entreprise* » édition.6 Dalluz, Paris 2005 P.647

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

A- La rentabilité économique :

La rentabilité est une préoccupation fondamentale pour les investisseurs (actionnaires et banques notamment). La connaissance du résultat est insuffisante car une entreprise peut être profitable (c'est-à-dire dégager un bénéfice) tout en étant peu rentable. La rentabilité s'exprime sous forme de taux et permet de mieux évaluer la performance de l'entreprise. On l'obtient en comparant le résultat aux capitaux investis.

La rentabilité économique mesure la performance économique globale d'une entreprise avant prise en compte du coût de la dette. Elle met en rapport un résultat économique avec l'ensemble des capitaux investis pour l'obtenir.¹⁵

B- La rentabilité financière :

La rentabilité financière mesure la capacité de l'entreprise à rémunérer ses actionnaires. Plus elle est élevée, plus les dividendes distribués pourront être confortables. Le calcul de la rentabilité financière permet aux actionnaires de porter un jugement sur leur investissement dans le capital d'une entreprise

La rentabilité financière est liée à la rentabilité économique par une relation faisant intervenir le poids de la dette et le coût de la dette. L'effet de levier financier permet d'expliquer comment l'endettement contribue à améliorer ou à dégrader la rentabilité financière d'une entreprise.¹⁶

2.1.2 Le risque financier :

La relation de l'effet de levier financier permet d'expliquer la rentabilité financière obtenue. Elle permet également d'évaluer le niveau du risque financier auquel l'entreprise est exposée.

Le risque financier se matérialise par la variation défavorable du bénéfice d'exploitation vient s'ajouter le risque financier du a l'endettement¹⁷, ce risque représente la volatilité de la rentabilité des capitaux propre. Les actionnaires et les prêteurs augmentent le taux de rentabilité

¹⁵ J. DELAHAYE, F. DUPRAT « DCG6 Finance d'entreprise L'essentiel en fiches », EDITIONS FRANCIS LEFEBVRE, Paris 2015, P.56

¹⁶ J. DELAHAYE, F. DUPRAT « DCG6 Finance d'entreprise L'essentiel en fiches », EDITIONS FRANCIS LEFEBVRE, Paris 2015, P.56

¹⁷ H.D. BODINAT, J. KLEIN BERNARD-MAROIS « La gestion financière de l'entreprise tome 2 » page 418

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

exigé en incluant une prime de risque qui n'exige qu'un seuil de risque mais elle augmente exponentiellement avec le niveau du risque. Donc il existe un niveau d'endettement où la différence entre l'effet positif de levier et la prime de risque est maximale.

Pour mieux comprendre le risque financier dans le cadre de notre thématique il est essentiel de bien définir qu'est-ce qu'un actif risque et un actif sans risque.

2.1.2.1 L'actif sans risque :

Les actifs sans risque sont par exemple des emprunts d'état (à long terme), qu'on appelle aussi OAT, des bons de trésor (à court terme) ou encore des comptes bloqués à la banque.

2.1.2.2 L'actif risque :

L'actif risque à une rémunération variable et incertaine, cette incertitude représentera un risque pour les investisseurs abordons la mesure de ce risque. Ce qui fait le risque d'un actif, c'est sa volatilité, c'est à dire l'amplitude des fluctuations de sa rentabilité.

2.2 Le théorème de Modigliani et Miller :

En 1958, Franco Modigliani et Merton Miller proposent un théorème qui va révolutionner la finance d'entreprise. Ils montrent, sous certaines hypothèses telles que l'absence de taxes et de coûts de transactions ainsi que l'efficacité parfaite des marchés financiers, que la structure de financement d'une entreprise n'affecte pas sa valeur économique. Autrement dit, il est parfaitement identique, pour une entreprise, de financer un investissement par endettement, autofinancement ou augmentation de capital. Il y a donc neutralité de la structure de financement de l'entreprise sur ses décisions réelles.

Le théorème de Modigliani-Miller peut alors s'énoncer de la manière suivante : « Lorsque les marchés financiers sont parfaits et la politique de l'entreprise transparente et lorsqu'il existe une parfaite substituabilité entre les titres sur l'endettement des entreprises et les actions émises par les entreprises, la structure financière de l'entreprise n'affecte pas ses décisions réelles » (Collard, 2000)

Même s'il a fait l'objet d'approfondissements et de modifications par la suite, notamment sur l'hypothèse d'efficacité des marchés financiers, le théorème de Modigliani-Miller montre que

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

si une entreprise dispose, potentiellement, au moment d'investir de trois modes de financement, ces derniers sont équivalents. Il n'y a pas de raison de privilégier l'un à l'autre pour financer un investissement. Au final, la structure de financement de l'entreprise n'a pas d'incidence sur sa valeur économique.¹⁸

Remis en cause sur la question d'absence d'imposition sur les bénéfices, Modigliani et Miller affirme que les structures financières ne sont plus neutres. La valeur d'une entreprise endettée sera toujours supérieure à celle d'une entreprise non endettée. Puisque la première aura l'avantage de déduire les charges financières liées à l'endettement et tirer profits des économies d'impôts qui en découlent. 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. En 1977, Merton Miller publie un troisième article, contenant cette fois, pas seulement les impôts sur les sociétés, mais aussi les impôts sur les particuliers et les investisseurs dans leur raisonnement.

Dans ce qui suit nous allons voir les hypothèses de bases du modèle de Modigliani et Miller de 1958 :

- Les marchés sont parfaits
- Absence d'impôt sur le revenu des sociétés.
- Absence du coût de faillite et de transaction et.
- Pas d'asymétrie d'information
- Existence de deux types de titres seulement qui sont les actions et les obligations.

2.2.1 La Théorie de Modigliani et Miller en absence d'impôts (neutralité) :

Ces deux auteurs étaient les premiers à mener une véritable réflexion théorique sur le choix de financement de l'entreprise. Modigliani et Miller ont en effet montré que sur un marché parfait, la structure financière d'une entreprise n'a aucun impact sur la valeur de l'entreprise. Ils supposent que la valeur de l'entreprise dépend uniquement de la valeur de ces actifs

¹⁸ GUILLAUMIN. C « Macroéconomie » édition Dunod, Paris 2019 P.113

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

« La valeur de l'entreprise est indépendante de la façon dont elle est financée, toutes choses étant égales par ailleurs » (Miler)

Ils ont ainsi établi deux propositions dans un cadre de marché parfait caractérisé par l'absence d'imposition.

2.2.1.1 Proposition 1 : la structure financière est neutre :

« Dans le cadre de marché des capitaux parfaits, la valeur d'une entreprise est égale à la valeur de marché des flux de trésorerie de ses actifs cette valeur n'est pas influencé par la structure financière de l'entreprise » (Demarzo, 2014)¹⁹

« La valeur de l'entreprise est indépendante de la façon dont elle est financée, toutes choses étant égales par ailleurs » (F. Modigliani et M. Miller, 1958.)²⁰

Cette proposition énonce que la valeur marchande d'une entreprise endettée est égale à la valeur marchande de la même entreprise supposée non endettée. La valeur de l'entreprise n'est donc pas influencée par la structure financière, donc on a :

$$VE = Fp + D = Vne$$

VE : la valeur marchande de l'entreprise endetté ;

FP : la valeur marchande des fonds propres de l'entreprise endetté ;

D : la valeur marchande de la dette ;

VNE : la valeur marchande de l'entreprise non endetté.

Ce qui signifie : valeur de l'entreprise endetté = valeur de l'entreprise non endetté

2.2.1.2 Proposition 2 : le rendement du capital et des capitaux propres :

Toujours dans le cadre d'un marché parfait et sans imposition, Modigliani et Miller font une proposition pour le taux de rendement requis par les actionnaires ou le coût du capital pour les entreprises endettées et non endettées.

¹⁹ DEMARZO, J. BERK, PETER « Finance d'entreprise »" 2014

²⁰ F. Modigliani et M. Miller. *The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment*, American Economic. 1958.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

Cette proposition stipule que, le rendement prévu (rentabilité anticipée) des capitaux propres d'une entreprise endettée augmente proportionnellement au ratio de dette rapportée aux capitaux propres.

Cependant, cette deuxième proposition est subdivisée en deux rendements, à savoir :

- Le rendement moyen pondéré du capital (Taux de rendement des actifs économique) :

Le taux de rendement moyen pondéré du capital est indépendant de la structure de financement vu qu'il est égal aux taux de rendement des actifs économiques. La formule de ce taux se traduit par la notion suivante :

$$R_a = R_c [C/(C+D)] + R_d [D/(C+D)]$$

Avec :

R_a : Rendement des actifs économiques.

R_c : Rendement des capitaux propres.

R_d : Rendement des dettes.

D : Dettes.

C : Capitaux propres.²¹

Cette formule indique que le coût du capital d'une société est une moyenne pondérée du coût de la dette et celui des fonds propres.

- Le rendement des capitaux propres :

Cette proposition indique que la rentabilité exigée des fonds propres est une fonction linéaire de ratio d'endettement de la firme. Avec une prime de risque dont le but est de rémunérer le risque financier de l'entrepreneur. Elle se traduit comme suit :

$$[(R_a - R_d) D/C]$$

Donc la formule serait²² :

$$R_c = R_a + (R_a - R_d) D/C$$

²¹ LANGLOIS.G et MOLLET.M : « *Manuel de gestion financière* », Edition BERTI, Alger, 2011, P299

²² RZISSWILLER.R, QUINTAR.A « *Théorie de la finance* » éditions Puf 1985 P102

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

Avec :

Rc : Rendement des capitaux propres.

Ra : Rendement des actifs économiques.

Rd : Rendement des dettes.

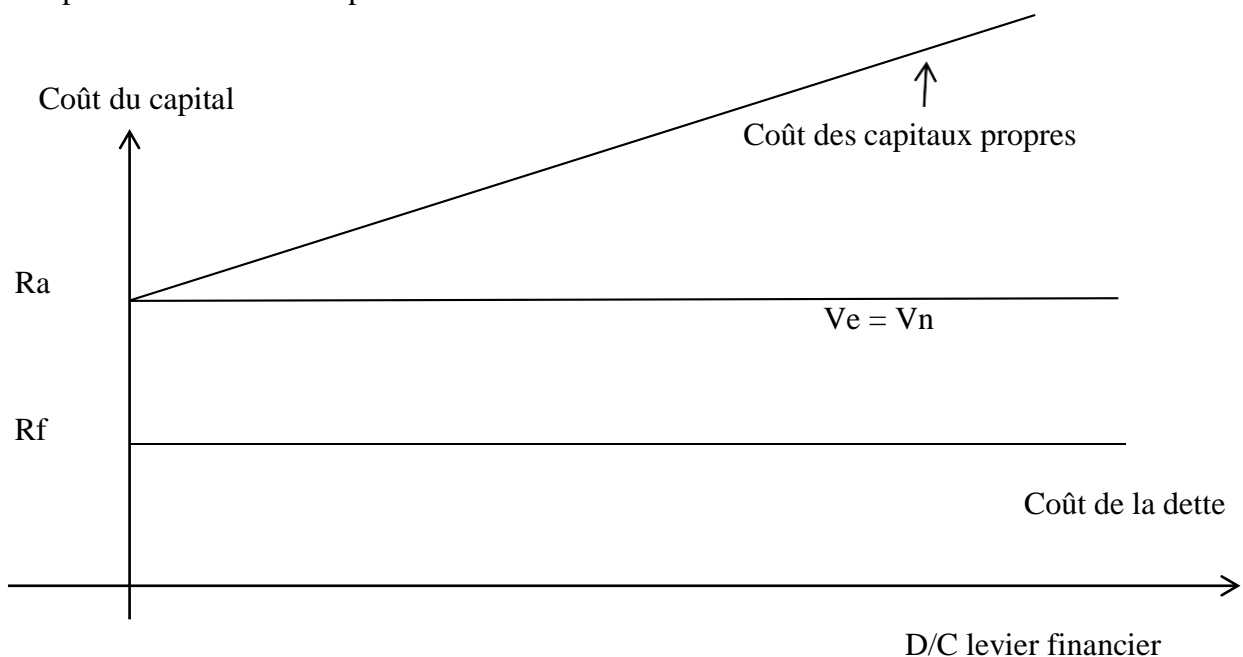
D : Dettes.

C : Capitaux propres.

Nous rappelons seulement, que l'effet de levier est la contrepartie du risque financier qu'en encourent les actionnaires du fait de la dette.

On peut tracer la proposition de MM concernant la coût du capital en fonction du levier financier via ce graphe²³.

Graphe N°01 : Coût du capital en fonction du levier financier.



Source : N. MOURGUES « *Financement et coût du capital de l'entreprise* » éditions Economica.1993 P.237

La structure financière est donc neutre du point de vue de la valeur de l'entreprise et du coût de capital de l'entreprise.

²³ MOURGUES.N « *Financement et coût du capital de l'entreprise* » 1993 éditions Economica 1993 P.237

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

Pour conclure, on note que dans une entreprise totalement financée par des capitaux propres, le taux de rendement (R_a) des actifs économiques est égal aux taux de rendement (R_c) des capitaux propres.

2.2.2 La Théorie de Modigliani et Miller en présence d'impositions :

Reformulation de la proposition 1 ; laquelle énonce que la valeur marchande d'une entreprise endettée est égale à la valeur marchande de la même entreprise supposée non endettée, majorée du produit de la dette par le taux d'imposition

Avec :

V_e : La valeur marchande de l'entreprise endettée

V_n : La valeur de l'entreprise non endettée

D : Dette

T : Taux d'imposition

Par rapport à l'analyse effectuée en absence d'impôts, l'introduction de l'imposition des sociétés implique des modifications qui portent directement sur les rentabilités. Ainsi, celles-ci se réécrivent, avec les mêmes notations qu'auparavant, comme suit²⁴ :

$$V_e = V_n + D * T$$

- L'effet de la fiscalité :

Le système fiscal modifie quelque peu les modifications que nous venons de voir. Dans la mesure où les intérêts sont déductibles du revenu imposable de l'entreprise, la dette permet, en effet, une économie fiscale. Il en résulte, toutes choses égales par ailleurs, une augmentation de la valeur endettée par rapport à celle qui ne l'est pas et une réduction de son coût du capital en fonction du levier financier.

Nous retenons alors, qu'en présence de l'imposition, la valeur de l'entreprise endettée est supérieur à celle non endettée²⁵.

²⁴ A. QUINTAR et R. ZISSWILLER : « *Théorie de la firme* » presse universitaire de France, Paris, 1985, P. 200

²⁵ N. MOURGUES, « *Financement et coût du capital de l'entreprise* » 1993 éditions Economica 1993 P.237

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

Le coût du capital est, quant à lui, décroissant du levier financier, il tend vers le coût de la dette parce que le levier augmente.

2.2.2.1 Le coût des capitaux propres :

Le coût du capital d'une entreprise est le coût de la totalité de sa dette (argent emprunté), plus le coût de tous ses capitaux propres (capital des actions ordinaires et privilégiées). Chaque composante est pondérée pour exprimer le coût en pourcentage (coût moyen pondéré du capital ou CMPC). Vu que cet élément est important pour la suite de notre travail, il y'a lieu de nous étaler sur ce concept. Comme il s'agit du coût réel des affaires, il faut donc bien le comprendre.

Le coût des capitaux propres tient compte de l'effet de la fiscalité sur le résultat après intérêt ; l'équation du levier financier relative à la rentabilité des capitaux propres devient alors :

$$RC=RA+ [RA + RD] (1-t) D/C$$

Rc : Rendement des capitaux propres.

Ra : Rendement des actifs économiques.

Rd : Rendement des dettes.

D : Dettes.

C : 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 Ra, requis des actifs économiques de l'entreprise non endettée.

2.2.2.2 Le coût moyen pondéré du capital :

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC), est un terme employé dans le milieu des affaires et des entreprises. C'est un indicateur économique qui permet d'évaluer le taux de rentabilité annuelle moyen que les associés d'une entreprise sont en mesure d'attendre compte tenu des investissements effectués. Il désigne aussi le coût moyen de l'ensemble des sources de revenus d'une entreprise. Le CMPC est à la fois utile pour les associés de l'entreprise et pour ses créanciers. Pour les associés, il offre une information importante sur la rentabilité d'un

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

investissement dans l'entreprise. Pour les créanciers, il permet d'analyser le risque susceptible de générer l'accord d'un crédit à cette entreprise.²⁶

Le coût moyen pondéré du capital est égal au taux sans risque augmenté d'une prime de risque qui est fonction de la prime de marché et du bêta de l'actif économique.²⁷

On note alors l'équation suivante :

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

Avec :

K_{cp} : le coût exigé sur les capitaux propres,

K_d : le coût exigé sur l'endettement,

C_p : Capitaux propres,

D : dettes

Mais, en présence d'un impôt sur les sociétés le CMPC ajusté devient alors comme suit :

$$CMPC = K_{cp} (C_p/D + CP) + K_D (1-t) D/CP + D$$

Avec :

T : Taux d'imposition

Nous retenons alors, que le coût moyen pondéré du capital de l'entreprise endettée est inférieur à celui de l'entreprise non endettée : il est décroissant avec l'augmentation du levier financier. La valeur d'une entreprise endettée est égale à la valeur des flux nets d'exploitation après impôt actualisé au taux d'actualisation. Le coût de la dette calculé après impôt 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.

²⁶ OOOREKA, auteurs spécialisés « analyse de la performance de l'entreprise » site web Comptabilité.ooreka publié en juin 2022, consulté le 01/06/2022

²⁷ BANCEL.F : « *Le coût du capital, théories mesures et pratiques* », Edition RB, Paris, 2014, page 48.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

Toutefois, les capitaux propres ne sont pas gratuits, et ne sont pas directement observable tout comme le coût de la dette. Cependant existe plusieurs modèles permettant d'évaluer et de calculer ces coûts, choses que nous allons découvrir, dans le prochain chapitre.

2.2.3 La thèse de Modigliani et Miller (1961) et la politique de distribution de dividendes :

La politique de distribution de dividende a toujours été un des éléments clé et important dans la stratégie des gestionnaires, mais très complexe. Elle est, conjointement liée aux décisions d'investissement et au financement.

Les théories classiques en matière de politique de dividendes prônent l'idée selon laquelle, ce qui est bon pour la firme l'est aussi pour la totalité des actionnaires. En d'autres termes, une politique de dividende généreuse ne peut qu'augmenter la valeur de la firme. A l'opposé, les tenants de la neutralité de la politique de dividende, dont les chefs de file, Modigliani et Miller développent une autre version.

En effet, en 1961, Modigliani et Miller ont défendu leur thèse sur la neutralité de la politique des dividendes sur un marché parfait, à travers, des propositions ayant pour hypothèse ce qui suit :

- Pas d'asymétrie d'information (présence d'un marché efficient).
- Pas d'imposition, pas de coût de transaction et de frais d'émission ;
- L'environnement est certain, absence de tout risque économique ou financier ;
- Pas de distorsion fiscale entre l'imposition des dividendes et l'imposition des plus-values en capital.

Selon leur version, 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 distribuées, afin de pouvoir financer ses investissements.

Modigliani et Miller démontrent que la valeur de la firme n'est déterminée que par la capacité bénéficiaire de ses actifs et que par conséquent, la façon dont les bénéfices sont répartis entre dividendes et réserves n'a strictement aucune incidence sur cette valeur. En effet, selon ces

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

deux auteurs, 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.

Cependant, le modèle de Modigliani et Miller de 1961, n'a pas du tout échappé aux critiques des autres auteurs et spécialistes de la finance

Certains auteurs critiquent le fait que le résultat obtenu par MM sur la neutralité de la politique des dividendes est lié à l'hypothèse d'un environnement certain, car dans le cas d'un environnement incertain, les actionnaires étant par nature averses au risque préfèrent obligatoirement les dividendes.

Le problème d'incertitude et la préférence qu'ont les investisseurs pour les gains en dividendes, selon certains chercheurs 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.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

Section 3 : la théorie financière selon l'approche moderne :

Dans notre précédente section, nous avons démontré que dans le cas de la perfection du marché la structure financière est neutre, nous avons aussi vu l'effet de l'introduction de la fiscalité.

Toutefois, la finance d'entreprise ne cesse de se développer suivant les courants modernes, en introduisant d'autres comportements relatifs non seulement au marché mais aussi d'ordre organisationnel de l'entreprise et notamment d'asymétrie d'informations.

La structure financière a toujours été un des problèmes majeurs 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.

Ainsi, dès les années 1970, le nouveau courant de la finance voit l'émergence de la théorie financière moderne appliquée à l'entreprise, c'est-à-dire, aux décisions financières de type de financement et de distribution de dividendes. Dans un environnement imparfait qui se caractérise par l'incertitude, l'asymétrie informationnelle, la rationalité limitée et l'opportunisme des individus, deux principales théories ont tenté de répondre aux problèmes posés par les caractéristiques d'un marché imparfait. Il s'agit de la théorie de l'agence et du signal. On note aussi plusieurs autres théories qui ont su s'émerger notamment la théorie de l'ordre hiérarchique (Pecking Order Theory).

Dans cette présente section, on va s'intéresser à ces théories dont l'objectif est d'expliquer le lien entre les décisions financières et la valeur dans un environnement imparfait dont les composantes ne peuvent être ni anticipées ni maîtrisées, et de résoudre les problèmes liés aux imperfections des marchés

3.1 La théorie de l'agence :

La théorie de l'agence s'inscrit dans le cadre de la nouvelle microéconomie et plus précisément dans le champ de l'économie de l'information. Cette théorie place la détention de l'information et son partage entre contractants au cœur de son analyse de la firme. À l'origine de cette approche, on trouve la théorie de Berle et Means, et plus récemment celle de Michael Jensen et William Meckling (1976).²⁸

²⁸ CHAUDEY.M « *Analyse économique de la firme* » Éditeur : Armand Colin 2014 P. 232

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

Ces deux auteurs fondent leur théorie sur une vision rénovée de la firme qui est assimilée à un ensemble ou un nœud de contrat établi par plusieurs individus aux objectifs différents et conflictuels.

Ainsi, Jensen et Meckling (1976) ont remis en cause le référentiel établi par Modigliani et Miller par l'intégration de la théorie d'agence dans la théorie financière. Ils considèrent la firme comme un ensemble d'agents aux objectifs divergents et conflictuels et dont le niveau d'information diffère.²⁹

La théorie de l'agence analyse les conséquences de certaines décisions financières en termes de risque, de rentabilité, d'une manière plus générale, en termes d'intérêt pour les différentes parties. Elle permet de mettre en évidence que certaines décisions peuvent être entreprises à l'encontre des critères simples de maximisation de richesse des différentes parties, au profit d'un seul des pourvoyeurs de fonds.³⁰

Le modèle Principal-Agent est le cadre théorique sur lequel repose la théorie de l'agence. Plus généralement, pour la théorie de l'agence, toute relation économique est une relation d'agence, y compris lorsqu'elle se déroule en dehors de la firme. Pour comprendre l'originalité de l'analyse de la firme proposée par la théorie de l'agence, il est indispensable au préalable de définir ce qu'est une relation d'agence et les caractéristiques d'un contrat signé dans un tel contexte.

3.1.1 La relation d'agence :

La théorie de l'agence se fonde sur l'existence d'une relation d'agence définie comme un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (principal) engage une autre personne (agent) pour accomplir une activité en leur nom, et lui délègue une partie du pouvoir décisionnel.³¹

Ainsi, une relation d'agence naît dès lors qu'une personne en engage une autre pour accomplir une mission qui nécessite une délégation de pouvoir. Celui qui délègue est appelé Principal, celui à qui est confié la mission est appelé Agent³²

²⁹ CHAUDEY.M « Analyse économique de la firme » Éditeur : Armand Colin 2014 P. 232

³⁰ VERMINEN.P « la finance d'entreprise » 2022. Édition dalloz, Paris, 2022 P.586

³¹ ASSOUS. Nassima, « cours de Théorie Financière » Master 01 Finance d'entreprises - Dpt Sfc tamda UMMTO, 2021.

³² CHAUDEY.M « Analyse économique de la firme » Éditeur : Armand Colin 2014 P. 233

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

La relation d'agence a pour principal corollaire :

- La refonte de la conception de la firme « boîte noire », la firme est considérée comme « nœud de contrats », c'est-à-dire, un ensemble de contrats signés par plusieurs individus (dirigeants, salariés, fournisseurs, clients, banquiers, actionnaires...);
- La séparation de la préparation du contrôle ou de la gestion (la prise de décision), ce n'est pas le propriétaire dit le principal qui gère son affaire, il délègue la gestion de son affaire à une autre personne dite l'agent.
- Naissance de conflits d'intérêt.
- La divergence des intérêts puisque les parties prenantes (les individus composant l'entreprise) n'ont ni les mêmes droits sur les ressources de l'entreprise) ni les mêmes responsabilités.³³
- Le recours à l'endettement constitue un moyen de résoudre les conflits entre actionnaires et dirigeants.

3.1.2 Les différents modèles d'agence :

Les modèles peuvent être classés selon deux critères. Le premier critère concerne la nature de l'information privée. Cette information peut soit porter sur ce que fait l'Agent, et les décisions qu'il prend, soit porter sur les caractéristiques de l'Agent. Le deuxième critère concerne le fait de savoir qui a l'initiative du contrat. L'initiative du contrat appartient soit à la partie informée, soit à la partie non-informée.

En 1970, Akerlof a démontré que l'asymétrie d'information entraîne des problèmes de risque moral et de sélection adverse.

Le modèle de risque moral : la partie non-informée a l'initiative du contrat mais elle est imparfaitement informée des actions menées par la partie informée. Dans cette situation de risque moral, l'Agent et le Principal ont la même information au début de la relation. L'asymétrie apparaît après la signature du contrat : le Principal ne peut pas observer l'action de l'Agent mais seulement le résultat de cet effort. Comme l'effort de l'Agent est mis en œuvre

³³ ASSOUS NASSIMA, « *cours de Théorie Financière* » Dpt Sfc tamda UMMTO, 2021.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

après la signature du contrat, cette variable ne peut pas être incluse dans le contrat et la rémunération de l'agent ne peut pas être définie en fonction de ce niveau d'effort.

Le modèle de sélection adverse : la partie non-informée a une information limitée sur les caractéristiques de la partie informée, la partie non-informée joue avant la partie informée. L'Agent détient une information privée avant le début de la relation. Le Principal peut vérifier le comportement de l'Agent, mais la décision optimale dépend des caractéristiques de l'Agent, connues uniquement de ce dernier.

3.1.3 L'origine des conflits d'intérêts :

Dans ce cadre, la théorie positive de l'agence de Jensen et Meckling (1976) postule que la politique financière de l'entreprise peut être considérée comme un mode de résolution des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants qui naissent des asymétries d'information et des divergences d'objectifs et donc un moyen de créer de la valeur en particulier dans un climat conflictuel. On peut ainsi en distinguer trois points³⁴ :

A- Cash-flow en excès :

Une faible probabilité de défaillance ne suffit pas à assurer le bon fonctionnement de l'entreprise. En effet, une firme bien que rentable peut connaître des dysfonctionnements du fait qu'elle dispose d'une trésorerie excédentaire.

B- Séparation des pouvoirs :

La gestion d'une entreprise est un travail d'équipe qui met en relation plusieurs personnes : les propriétaires, les salariés et les créanciers, lesquels n'ont pas nécessairement les mêmes attentes.

C- L'opportunisme des individus :

Au sein de l'entreprise, l'agent (la personne à qui l'actionnaire a confié des fonds pour les investir dans de bonnes affaires) n'agira pas toujours dans l'intérêt du principal (actionnaire).

³⁴ ASSOUS NASSIMA « cours de Théorie Financière moderne » Dpt Sfc tamda UMMTO, 2021.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

3.1.4 Les types de conflits :

Selon Jensen et meckling, il existerait deux types de conflits dont la résolution mènerait l'entreprise à la dérive : les conflits entre les actionnaires et les dirigeants d'une part, et les conflits entre les propriétaires et les créanciers d'autre part.

Le conflit entre l'actionnaire et le dirigeant se présente lorsqu'il existe un cash-flow en excès, considéré comme une trésorerie excédentaire après le financement de tous les projets rentables. Les dirigeants ne détiennent pas l'intégralité du capital et par conséquent, ne peuvent pas bénéficier pleinement du produit de leurs efforts alors qu'ils supportent des charges afférentes.

Le conflit entre l'actionnaire et le créancier naît du phénomène de transfert de richesse du premier vers le dernier. Selon la méthode d'évaluation d'actifs, plus le risque de la firme augmente plus le rendement est important pour les actionnaires aux dépens des créanciers.

Il y'a conflit d'intérêt entre actionnaires et créancier dans la mesure où les actionnaires et les dirigeants, dont les intérêts sont supposés confondus, détournent une partie de la richesse de la firme au détriment des créanciers, nous citons par exemple : l'adoption d'une politique généreuse de distribution de dividendes.

Ainsi, et selon la théorie de l'agence le recours à l'endettement incite à une gestion efficace et réduit par conséquent les conflits d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants.

Selon Stulz, ce conflit d'intérêt entre actionnaires et managers provoque une situation de surinvestissement qui peut être évitée en incitant le gestionnaire à verser les flux excédentaires, flux financiers libres, aux actionnaires. Autrement dit, il suffit que la société finance le rachat d'actions par l'emprunt³⁵

Pour conclure, on constate que la théorie de l'agence remet en cause l'unicité des objectifs des acteurs de l'entreprise (actionnaires, dirigeants, créanciers) qui est la création de la valeur. Elle montre au contraire que leurs intérêts peuvent diverger et que certaines décisions (l'endettement par exemple) ou certains produits (les actions de performance) ne trouvent les raisons de leur existence que dans l'objectif de faire converger les intérêts des dirigeants vers ceux des

³⁵ STULZ R. «*Managerial discretion and optimal financing policies*». Journal of Financial Economics, Vol. 26 . 1990

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

actionnaires ou de protéger ceux des créanciers. La théorie de l'agence constitue le fondement théorique de la Finance d'Entreprise.³⁶

3.2 La théorie du signal :

Le signal peut être défini comme étant une action que prennent les dirigeants d'une entreprise performante pour signaler aux investisseurs non-informés que l'entreprise est performante. Ces actions qui coûtent chères ne pourront pas être imitées par les entreprises non-performantes.

Initié en 1977 par S. ROSS, puis développé par S. MYERS et N. MAJLUF, la théorie du signal, place au premier rang les problèmes posés par l'asymétrie d'informations. Elle part du constat que l'information n'est pas partagée par tous au même moment et que l'asymétrie d'information est la règle, c'est-à-dire que les dirigeants et les investisseurs n'ont pas la même information, Même si elle était partagée par tous, l'information disponible n'est pas perçue de la même manière.³⁷ Celle-ci peut avoir des conséquences néfastes conduisant à des valorisations trop basses ou à une politique d'investissement sous-optimale.

Par conséquent, tout signal positif émis par les dirigeants permet de créer de la valeur actionnariale puisqu'il signale que les flux futurs seront meilleurs que prévus ou encore que le risque sera moindre.

Selon cette théorie, le niveau d'endettement peut être utilisé comme un moyen permettant de résoudre le problème d'asymétrie d'information entre les dirigeants supposés mieux informés et les investisseurs. De plus, tout accroissement de l'endettement signale au marché que le choix de l'investissement est favorable pour l'entreprise et ses bailleurs de fonds, et que la rentabilité de cet investissement permettra de rembourser la nouvelle dette et les charges financières qu'elle engendre. L'endettement envoie au marché un signal sur l'aptitude de l'équipe dirigeante à adopter un mode de gestion conforme aux intérêts et attentes des pourvoyeurs de fonds.³⁸

Les dirigeants sont fortement tenus de diffuser les bons signaux, en ajustant le niveau d'endettement de l'entreprise du fait de leurs connaissances de la capacité de l'entreprise à

³⁶ P. VERMINEN « *Finance d'Entreprise* » édition Dalloz. Paris. 2022 p. 451

³⁷ P. VERMINEN « *Finance d'Entreprise* » édition Dalloz. Paris. 2009 p. : 478

³⁸ ASSOUS NASSIMA « *cours de Master 1 Théorie Financière moderne* » Dpt Sfc tamda UMMTO, 2021.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

rembourser, dans le cas contraire le surcroît de la dette se traduit par la faillite de l'entreprise et les dirigeants sont ainsi renvoyés.

3.2.1 Critique à l'encontre de la théorie du signal :

Diverses critiques ont été formulées à cette théorie, on note les plus pertinentes ;

- Selon Quintart et Ziswiller³⁹, l'approche précédente est critiquable du fait qu'elle ne considère pas la taille, le pouvoir et la réputation de l'entreprise.
- Les résultats de cette approche se contredisent avec ceux de plusieurs autres théories. Par exemple, dans cette approche le niveau d'endettement élevé signifierait la performance de l'entreprise alors que pour plusieurs d'autres auteurs, estiment que l'endettement serait un facteur de réduction des comportements opportunistes

3.3 La théorie de l'ordre hiérarchique (Pecking Order Theory) :

Bien que la théorie du financement hiérarchique soit imputée à Myers et Majluf (1984), son originalité remonte à Donaldson (1961),⁴⁰ qui à travers une étude de plusieurs entreprises américaines, fût le premier à démontrer que les entreprises se financent prioritairement par autofinancement puis par emprunts et en dernier recours par augmentation de capital.

Ce comportement de financement hiérarchique, de pratique empirique, a été repris et théorisé par Myers et Majluf en 1984.⁴¹

La théorie de l'ordre hiérarchique financier (en anglais, pecking order theory) postule que, le coût de financement augmente en fonction de l'asymétrie d'information. C'est une des théories les plus importantes de la finance d'entreprise.

La théorie de financement hiérarchique considère que le choix de la structure financière est affecté par l'asymétrie d'information et les problèmes de signalisation. La prise en compte de ces deux éléments dans la logique financière a permis aux deux auteurs de proposer un modèle hiérarchique des ressources. En s'appuyant sur l'hypothèse de la sélection adverse, les auteurs

³⁹ QUINTART A. et ZISWILLER R., « *Théorie de la Finance* », PUF, 1989, Page 22.

⁴⁰ DONALDSON.C « *Corporate debt capacity* » Boston, Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, 1961

⁴¹ MYERS, STEWART C « *The capital structure puzzle* », Journal of Finance 39: 1984 P.575

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

voient que l'entreprise établit un ordre de financement hiérarchique en fonction de la disponibilité des ressources. En premier lieu, elle compte sur les fonds auto-générés (c'est-à-dire les bénéfices non distribués). En deuxième lieu, lorsque les fonds internes s'avèrent insuffisants l'entreprise préfère la dette non risquée puis la dette risquée. En cas de besoin de fonds supplémentaires, elle émet enfin des actions pour couvrir les exigences du capital restant⁴²

Le principe de ce modèle trouve ses arguments dans la recherche des modes de financement les moins chers au moyen de la réduction des coûts d'agence et d'asymétrie d'informations. Dans cette optique, les entreprises constituent leur structure du capital par un choix des sources de financement dans cet ordre : autofinancement, dette et émission d'action.

Ainsi selon Myers⁴³ (2011), les entreprises préfèrent le financement interne ; par contre, si des financements externes sont requis, les entreprises se financeront en priorité par endettement puis par émission d'actions nouvelles.

3.3.1 Les critiques envers la théorie du Pecking Order Theory :

Cette théorie hiérarchique a relancé le débat sur la question du choix de la structure financière, ainsi l'analyse des résultats de ce modèle fait ressortir deux types de débat souvent controversés. Le premier type est lié à l'adaptation de la théorie alors que le deuxième type mettrait en discussion le fond même de la théorie.

- Selon Frank et Goyal⁴⁴ le Pecking Order au sens de Myers et Majluf (1984) décrit mieux le comportement des grandes entreprises, par opposition aux petites et moyennes entreprises où les résultats du modèle sont mitigés.
- D'autres concluent que le modèle hiérarchique constitue un bon descripteur du comportement de financement alors que Fama et French (2005) concluent le contraire.
- Plusieurs autres travaux théoriques récents prouvent que la hiérarchie est liée à des problèmes autres que ceux de l'asymétrie d'information. Il s'agit par exemple des coûts d'agence et de l'optimisme.

⁴² RAFIKLA « Les controverses empiriques de pecking order theory » Revue Marocaine de Gestion et d'Economie, N°6, Janvier- Juin 2016

⁴³ MYERS S. C. « Capital structure », the journal of economics perspectives, Vol, 15, N°2, 2001 P.81.

⁴⁴ FRANK M. Z., GOYAL V. K. « Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure », Journal of Financial Economics N°67, 2003. P.217.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

Ci-dessous, un tableau récapitulatif des différentes théories que nous venons étudier lors de ce chapitre.

Tableau N°5 : les différentes théories modernes et classiques.

Théorie	Auteurs	Conclusion
La théorie de la neutralité de la structure financière que la valeur de l'entreprise	Modigliani et Miller 1958	La structure financière n'influence pas la valeur de l'entreprise
Théorie du trade-Off	Modigliani et Miller 1963 Miller 1977	L'arbitrage entre les gains produits par la fiscalité et les coûts de défaillance conduisent à un niveau d'endettement optimal pour la valeur de l'entreprise
Théorie de l'agence	Jensen et Meckling 1976	L'endettement réduit les coûts d'agence totaux dans l'entreprise ce qui conduit à l'existence d'un endettement optimale
Théorie du signal	ROSS 1977	L'endettement produit une incitation sur le dirigeant et devient un signal de la qualité des projets aussi financés
Théorie du financement hiérarchique	Myers et Majluf 1984.	L'endettement est un financement qui n'intervient que lorsque l'autofinancement est épuisé. Il est préféré à l'augmentation du capital

Source : établi par nous-même.

Pour conclure cette section, nous pouvons alors dire, que les modèles récents étudiés visent la détermination d'une structure financière optimale en suivant deux voies de recherche différentes, qui apportent un éclairage nouveau et représentent un net progrès par rapport aux approches traditionnelles.

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

La toute première contribution pour l'analyse de la politique financière, en l'occurrence, celle de Modigliani et Miller a été remise en cause par Jensen et Meckling en 1976, d'autres théories ne cessent alors de se démarquer.

Conclusion au chapitre 1 :

Nous arrivons alors au terme de ce chapitre 1, ou nous avons pu donner une démonstration générale et globale de la structure financière. Une notion très vaste et très riche, qui nécessite alors d'être scindé en trois section.

Dans la première section, nous avons abordé de manière générale les concepts fondamentaux de la structure financière, en passant bien évidemment par les définitions des notions de bases, éléments secondaires et outils qui peuvent composer ou constituer la structure financière en générale.

En seconde lieu, on s'est intéressé à l'approche traditionnelles de la théorie financière, et qui dit finance traditionnelle, dira certainement Modigliani et Miller, deux pionniers de la finance, ils furent, les premiers à s'intéresser aux sujets de la structure financière et du choix de financement et l'impact que pourra constituer ce choix sur la valeur de l'entreprise, et ce, à travers le fameux article de 1958 sur la neutralité de la structure financière sous l'hypothèse de la perfection des marchés. On a aussi souligné l'effet de la fiscalité, apporté toujours par ces deux auteurs cette fois-ci en 1963. Cette théorie montre que l'endettement pourrait être avantageux pour les entreprises et sa valeur, sans toutefois avoir recours à un endettement excessif.

En dernier lieu, c'est-à-dire par la section nous nous sommes intéressés à la politique et l'approche moderne, qui vient alors remettre en cause, l'approche traditionnelle. Jensen et Meckling viennent alors faire opposition à Modigliani et Miller en 1976, grâce à la théorie de l'agence, puis viennent aussi Myers et Majluf en 1984 à travers la théorie du signal, et la théorie de la hiérarchisation. En effet, elles ont été développées pour pallier les insuffisances de la théorie des marchés à l'équilibre.

Ces théories modernes, portent leur attention sur l'objectif le plus fondamental à savoir la maximisation de la richesse des actionnaires et par conséquent la création de valeur. Pour cela,

Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.

ces théories se sont alors basées sur les décisions financières au sein de l'entreprise telles que : la décision d'investissement, la décision de financement et la décision de distribution.

Par ailleurs, et vu que l'entreprise est amenée généralement à utiliser une combinaison des ressources financières, elle est amenée ainsi à déterminer la structure financière optimale qui minimise le coût du capital et maximise la valeur de l'entreprise. Ce sujet fera l'objet de notre étude dans le deuxième chapitre.

Chapitre 2 : évaluation de l'entreprise et coût du capital

Introduction du chapitre 2 :

La création de valeur est l'objectif premier de toute organisation. Cette valeur est indispensable et nécessaire pour la pérennité et le développement de l'entreprise. De ce fait, toute entreprise désirant s'imposer sur un marché, de plus en plus concurrentiel et difficile à maîtriser, doit mettre en place des facteurs et des mécanismes susceptibles de créer de la valeur.

Ainsi, la structure financière et le coût des ressources ou du capital sont autant de facteurs qui font partie intégrante de ces mécanismes susceptibles de maximiser la richesse ou la valeur. Toutes les dimensions de l'entreprise doivent être orientées vers cet objectif. Ce qui intéresse l'actionnaire est la capacité de l'entreprise à prendre des mesures qui rapportent plus que le coût, plus précisément le coût d'opportunité de ses apports.

Les entreprises ont besoin de ressources pour financer leurs investissements, leur besoin en fonds de roulement et leurs insuffisances de trésorerie. Ces ressources trouvent leur origine en interne par la rétention des bénéfices et à l'extérieur de l'entreprise sous la forme de dette et/ou de capitaux propres. Quelle que soit la forme de financement choisie, les ressources ne sont pas gratuites, elles représentent le coût du capital pour l'entreprise.

Par conséquent, l'étude de tous ces aspects, à savoir le coût du capital et la structure financière repose sur la relation entre les différentes modalités de financement que sont les fonds propres et les dettes. Le recours à chacun de ces modes de financement doit avoir un impact sur la valeur de l'entreprise. Autrement dit, pour se financer, l'entreprise dispose de plusieurs moyens et sources de financement lui permettant de choisir une structure financière optimale et adaptée.

De ce fait, dans notre présent chapitre, nous allons s'étaler en premier lieu sur la valeur de l'entreprise et les différents critères de la mesure de cette valeur, pour ensuite pouvoir entamer la section 2, où nous allons expliquer et détailler les méthodes d'évaluation de l'entreprise et du coût du capital. Enfin, nous terminerons le chapitre par les différentes modalités et sources de financement qui permettent de définir une structure financière optimale.

Section 1 : le concept de valeur de l'entreprise

Tout d'abord, il est important de ne pas confondre le concept de création de valeur avec la valeur d'une entreprise. Puisqu'il s'agit souvent d'un problème existant qui nécessite une explication. La principale différence entre les deux définitions est que la valeur d'une entreprise est une variable de fonds. Alors que, d'autre part, la création de valeur est un flux, et elle se développe dans une période de temps en question. Ces deux variables s'influencent mutuellement.

L'intérêt de la valeur d'entreprise est qu'elle permet de comparer les performances de groupes n'ayant pas la même structure financière.

Dans cette section, nous allons nous intéresser aux différentes définitions de la valeur de l'entreprise, et notamment, aux indicateurs de mesures de cette dernière

1.1 Définition de la valeur de l'entreprise :

La valeur est un concept polysémique, omniprésent en sciences de gestion, ainsi que le notent Bréchet et Desreumaux (2001) : « la valeur, notion régulièrement mobilisée en science de gestion, et l'objet d'une pluralité de regards disciplinaires sans réelle lecture fédératrice approfondie ».¹

Autrement-dit, Il existe une multitude de définitions de la valeur dans plusieurs disciplines parmi lesquelles nous pouvons les citer ci-dessous.

1.1.1 Définition économique de la valeur :

En économie, ce concept possède différentes significations qui renvoient aux enjeux théoriques dont elle est l'objet. Les classiques, essentiellement Marx, Ricardo et Smith, furent les premiers à développer la théorie objective de la valeur

Adam Smith, a distingué entre la valeur d'échange dont le fondement est la mesure résidant dans le prix de marché, et la valeur d'usage qui renvoie à l'utilité. Cependant Smith va plus loin et constate que la valeur d'usage et la valeur d'échange ne sont pas corrélées. Ce qui nous

¹ HOARAU.C, TELLER.R, « *Création de valeur et management de l'entreprise* », éd Vuibert, Paris, 2001, P 08.

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

rappelle parfois le fameux paradoxe de l'eau et du diamant ; l'eau a une très forte valeur d'usage (elle est très utile), pourtant elle ne vaut rien (elle est peu chère) ; le diamant, pourtant inutile, a une très forte valeur d'échange.

Smith en déduit l'existence d'un prix naturel des biens, c'est-à-dire, du prix qui permet de couvrir les coûts de production que sont, selon lui le salaire, le profit et la rente, mesurés en heures de travail. Le travail est donc la mesure réelle de la valeur échangeable de toute marchandise.

Ainsi, **chez les néoclassique**, la valeur d'échange d'un bien ne dépend de rien d'autre que de la volonté de ceux qui l'échangent, fixée librement par contrat, et déterminé au niveau global par la loi de l'offre et de la demande.

Il y'a donc absolument aucun intérêt à essayer de déterminer une valeur objective, puisque celle-ci diffère pour un même bien, selon le temps et le lieu. Il s'agit bien d'une approche subjective de la valeur, car l'offre et la demande s'ajustent elles-mêmes en fonction de l'utilité, qui dépend certes de la rareté mais aussi et surtout des références des consommateurs. Ce qui revient à dire, finalement, que rien n'a de la valeur, que tout a seulement un prix.

Avec le développement de la théorie néoclassique, l'analyse de la valeur d'un bien se réduit à son prix effectif observable dans l'échange et déterminer par la confrontation entre l'offre et la demande. La théorie de la valeur est abandonnée au profit d'une théorie des prix fondée sur la notion d'utilité, procurée par les différents biens susceptibles de transactions marchandes²

Par contre, **les marginalistes** affirment que la valeur d'échange est directement corrélée à la valeur d'usage, que cette dernière en est même le fondement, et qu'elle dépend de l'unité marginale, définie comme l'utilité d'un bien ou d'un service qu'un agent tirera de la consommation d'une unité supplémentaire.

1.1.2 Définition financière de la valeur :

Le problème de la valeur n'a jamais été soulevé en finance. Les financiers estimaient la valeur de l'entreprise à partir des documents comptables. Cependant, il y'a lieu de distinguer entre la finance et la comptabilité car elle reflète deux perspectives différentes.

L'optique comptable insiste sur l'estimation des actifs, suivie par la détermination de la dette, pour obtenir par la différence la valeur des capitaux propres. Tandis que, l'optique financière

² HOARAU.C, TELLER.R, « *Création de valeur et management de l'entreprise* », éd Vuibert, Paris 2001, P 205

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

est une appréciation directe de la valeur de capitaux propres et des dettes, où l'estimation des actifs n'est plus nécessaire.

Donc, la valeur d'un actif financier est la valeur actualisée de tous les flux financiers espérés qu'il permet de générer.

Ainsi, la valeur d'une entreprise peut être définie comme la valeur nette actualisée des flux financiers dégagés par ses actifs. Elle représente la richesse que cette dernière est potentiellement capable de créer.

1.1.3 Définition comptable de la valeur :

La valeur comptable ou la richesse qui peut être déduite du bilan est basée sur des estimations hautement approximatives (subjectives), y compris des réductions d'actifs, qui sont basées sur des intentions plus ou moins importantes des gestionnaires des comptes (Casta et Colasse, 2001)³

Nous pouvons dire, que la valeur comptable est une notion de comptabilité faisant référence à l'ensemble des actifs et du passif d'une entreprise. Elle représente la valeur économique de chaque bien.

Ainsi, la valeur comptable d'une entreprise correspond à la somme de la valeur de tous les actifs de l'entreprise, moins le passif. La valeur sera appelée valeur nette comptable (VNC) lorsque les amortissements ou provisions sont pris en compte.

1.1.4 Définition actionnariale de la valeur :

En ce qui concerne l'actionnaire, dans ce cas et contrairement à l'entreprise, l'indicateur essentiel de la richesse d'une entreprise n'est pas son résultat net, mais plutôt l'excédent de trésorerie dégagé par celle-ci.

Dans ce sens, et pour que l'entreprise soit créatrice de valeur, la rentabilité économique doit être supérieure à la rentabilité exigée par ses actionnaires. L'excédent de trésorerie est soit distribué aux actionnaires sous forme de dividendes, soit il est réinvesti dans des projets rentables pour engendrer à son tour des flux de trésorerie futurs, et dans ce dernier cas, les

³ CAPPELLETTI.L, KHOUATRA.D « *CONCEPTS ET MESURE DE la création DE VALEUR ORGANISATIONNELLE* » Comptabilité - Contrôle - Audit / Tome 10 - Volume I - Juin 2004, P131

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

investisseurs et les analystes financiers vont intégrer la perspective des flux de trésorerie à venir dans l'évaluation de l'action de l'entreprise.

1.2 Mesure de la valeur de l'entreprise :

Dans la littérature de la finance d'entreprise ainsi que dans les pratiques des grandes entreprises, les méthodes de mesure de valeur sont multiples. Pour savoir si une entreprise a créé de la valeur ou non, il est nécessaire de mettre en œuvre des indicateurs efficaces qui sont capables d'évaluer la valeur créée.

Nous retenons deux critères de partage de ces indicateurs, que nous allons, présenter que sont interne (valeur intrinsèque) et externe (valeur boursière).

1.2.1 La valeur intrinsèque (interne) :

La valeur intrinsèque représente la valeur réelle d'un bien, d'un actif ou d'une entreprise, elle est devenue cruciale depuis que les entreprises sont de plus en plus engagées à créer de la valeur actionnariale. Cette valeur intrinsèque est déterminée en fonction d'évaluations d'objectives.

Les indicateurs de valeur intrinsèques sont liés à la gestion interne de l'entreprise, également appelés indicateurs de gestion, car ils mesurent la performance économique de l'entreprise en comparant la richesse générée par l'entreprise au moment du travail au capitaux investis. De ce fait, nous allons illustrer trois indicateurs différents que sont comptables financiers et hybrides.

1.2.1.1 Les indicateurs comptables :

Jusqu'au milieu des années 1980, l'entreprise communiquait essentiellement sur le résultat net ou le Bénéfice Par Action (BPA), paramètres éminents de la comptabilité mais aussi éminemment sujet à manipulations.⁴ L'accent est alors mis sur des indicateurs qui sont calculés à base des données comptables, afin de calculer la rentabilité économique ou financière.

A- La rentabilité économique (return on assets ROA) :

⁴ Vernimmen P., 2016, Finance d'entreprise, Dalloz, p. 623

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

D'après SOLNIK Bruno : « L'entreprise a besoin de l'ensemble de ses actifs pour générer ses bénéfices. Il est donc important de mesurer la rentabilité qu'elle génère sur ses investissements. »⁵

La rentabilité économique, appelée Return On Assets (ROA) ou rentabilité des capitaux investis (ROIC) ou encore rentabilité des capitaux employés (ROCE), est l'une des mesures les plus populaires que les entreprises utilisent dans leurs rapports comme l'une des mesures clés du succès, et il reste l'un des principales mesures de la performance.

La rentabilité économique représente la relation entre le résultat d'exploitation obtenu et les capitaux investis : actif immobilisé + besoin en fonds de roulement. Elle mesure la rentabilité des capitaux engagés, c'est-à-dire la capacité de l'entreprise à générer des bénéfices à partir des capitaux investis (la valeur des immobilisations brutes et la valeur du besoin en fonds de roulement d'exploitation BFRE).

La rentabilité économique se mesure comme suit :

$$\text{Rentabilité économique} = \frac{\text{Résultat d'exploitation}}{\text{Capital investis}}$$

Naturellement, plus l'entreprise est capitalistique, plus elle apparaît vulnérable puisque le dénominateur est difficilement compressible. Quel que soit l'indicateur retenu, on pourra décomposer la rentabilité économique de la manière suivante⁶:

$$\text{Rentabilité économique} = \frac{\text{Résultat d'exploitation}}{\text{Chiffre d'affaires HT}} \times \frac{\text{Chiffre d'affaire HT}}{\text{Capitaux investis}}$$

B- La rentabilité financière u return on equity (ROE) :

La rentabilité financière, ou Return On Equity (ROE) mesure le rapport entre le revenu courant après paiement des intérêts et des impôts (résultat net) et les capitaux propres. Cette rentabilité est essentielle pour les apporteurs de capitaux puisqu'elle mesure la performance des ressources qu'ils ont investies dans l'entreprise. Contrairement à la rentabilité économique, pour la rentabilité financière, le résultat courant est rapporté aux seuls capitaux propres.⁷

⁵ SOLNIK B, « *Gestion financière* », Ed. Nathan, 1988, Paris, p. 39.

⁶ BAZER.J, FAUCHER.P « *finance d'entreprise DCG 6* » éd. Nathan-Paris 2009 – p.155

⁷ BAZET.J, FAUCHER.P « *finance d'entreprise DCG 6* » éd. Nathan-Paris 2009 – p.161

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

Le ratio de rentabilité financière est égal à :

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

Ce ratio appelé également return on equity (ROE), il permet de mesurer les profits dégagés par la société avec l'argent investi par les actionnaires, il permet de comparer la profitabilité d'une société par rapport aux autres entreprises intervenant dans le même secteur d'activité.⁸

1.2.1.2 Les indicateurs financiers :

La Valeur Actuelle Nette (VAN) est considérée comme étant le meilleur des indicateurs de création de valeur. Son calcul s'étend nécessairement sur plusieurs périodes et mesure exactement la valeur créée.

La valeur actuelle nette, VAN en abrégé, peut être définie comme un indicateur financier qui peut être utilisé pour apprécier la rentabilité d'un investissement. La valeur actuelle nette est également utilisée avec les titres financiers, afin de mesurer la différence entre leur valeur actuelle du titre et leur valeur de marché.⁹

La valeur actuelle nette d'un investissement est calculée à la date de réalisation de l'investissement. La formule de calcul contient de nombreux éléments déterminés à partir de la comptabilité de l'entreprise.

La valeur actuelle nette est obtenue avec la formule de calcul suivante

$$VAN = \sum_{i=1}^N \frac{Fi}{(1+t)^i} - Vo$$

Avec :

Fi : Flux de trésorerie générés

t : Taux d'actualisation

i : Nombre d'années

Vo : Valeur de marché

⁸ BOUVARD.P « L'entreprise et la bourse : Ratios de rentabilité » publié sur easybourse espace pédagogique. Consulté le 01/.7/2022.

⁹ FACON.P « La valeur actuelle nette (VAN) : définition, calcul et utilité » publié sur lecoindesentrepreneurs.fr

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

le 15/02/2020. Consulté le 01/07/2022.

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

1.2.1.3 Les indicateurs hybrides :

Les indicateurs hybrides se sont émergés avec la prise de conscience que la rentabilité dégagée est, en tant que telle, un critère insuffisant, en termes de valeur, car elle ne prend pas en compte la notion de risque.

La rentabilité qui en résulte reste à comparer au coût des capitaux employés. Par conséquent, la ROA doit être combiné avec le coût moyen pondéré du capital pour mesurer si la valeur est créée ou détruite.

On peut noter deux indicateurs clés à savoir le profit économique (l'Economic Value Added) et le cash flux return on investment (CFROI).

A- Le profit économique ou l'Economic Value Added (EVA) :

L'EVA représente les initiales du terme anglophone Economic Value Added. Également connu en français comme création de valeur intrinsèque, il s'agit d'un instrument de mesure de la création de valeur. Cet indicateur est utilisé à plusieurs niveaux d'une entreprise afin de mesurer la performance de chaque unité et département. L'EVA est destinée aux actionnaires, afin qu'ils puissent constater que l'entreprise crée de la richesse. Dans la pratique, le service financier de l'entreprise calcule l'indicateur, et le transmet à diverses sociétés d'investissement. Cependant, certains investisseurs déterminent eux-mêmes le pourcentage EVA en se servant de données fournies par l'entreprise.¹⁰

Le profit économique ou l'Economic Value Added (EVA) est une mesure basée sur la technique du Revenu Résiduel qui sert d'indicateur de la rentabilité des projets entrepris. Sa prémisse sous-jacente repose sur l'idée que la rentabilité réelle se produit lorsque de la richesse supplémentaire est créée pour les actionnaires et que les projets doivent générer des rendements supérieurs à leur coût du capital.¹¹

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.¹²

¹⁰ « EVA (Economic Value Added) : définition, calcul, traduction et synonymes » site-web : journaldunet.fr mis à jour le 02/02/2019. Consulté le 01/07/2022.

¹¹ CFI Team « Economic Value Added (EVA) » Site-web:corporatefinanceinstitute.com. Publié le 13/12/2019, consulté le 01/07/2022.

¹² BOGLIOLO F., « Des stratégies créatrices de valeur », les cahiers entreprise et finances, 1998, P.39.

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

Le calcul du profit économique nécessite d'abord d'estimer quel a été le taux ROA gagné en surplus du coût moyen pondéré du capital. Cet écart est ensuite multiplié par le montant comptable de l'actif de début de période pour donner la création de valeur de la période.

Ce qui nous donne :

$$\text{EVA} = \text{Actifs économique} \times (\text{Re}-\text{K})$$

Avec :

Re : Taux de rentabilité économique après impôt

K : Coût moyen pondéré du capital

Cependant, il existe d'autres manières de calculer le profit économique comme :

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

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Coût du capital} \times \text{Capital investis}$$

Avec :

NOPAT : Net Operating Profit AfterTax (bénéfice d'exploitation net d'impôt ajusté).

Ainsi :

Si l'EVA est positive : cela signifie que l'entreprise à créer 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.

Si l'EVA est nulle : cela engendre une situation d'équilibre, c'est-à-dire, que l'entreprise n'est ni créatrice ni destructrice de valeur.

Si l'EVA est négative : ce qui signifie qu'il y'a destruction de valeur.

Pour conclure, l'EVA consiste donc à dire qu'il ne suffit pas d'avoir un résultat net positif, mais l'entreprise doit gagner assez pour couvrir le coût de la dette et du capital avant même de penser à créer de la valeur.

B- Le CFROI (Cash Flow Return On Investment):

Le Cash-Flow Return On Investment CFROI, est un indicateur de la capacité d'une entreprise à créer de la valeur. Techniquement, c'est le taux de rentabilité interne moyen qui égalise l'actif

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

économique de l'entreprise (pris en montant brut, c'est-à-dire, avant dotations aux

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

amortissements et réévalué du taux d'inflation) et la série des excédents bruts d'exploitation après impôt, calculée sur la durée de vie des actifs immobilisés. Cette dernière s'estime en divisant la valeur brute des immobilisations par la dotation aux amortissements de l'année, comparé au coût moyen pondéré du capital.

Le CFROI permet de déterminer dans quelle mesure les cash-flows (flux de trésorerie) de la société sont supérieurs à son coût du capital.

Le CFROI est aussi la valeur d'un instrument d'évaluation si l'on pose l'hypothèse que les cash-flows d'une entreprise représente un meilleur indicateur que ses bénéfices (ratio cours/bénéfices), souvent sujets à des distorsions de traitement comptable. Il est utilisé pour comparer la rentabilité économique d'une société à celle de ses pairs, et sa variation d'une année sur l'autre donne une indication de son évolution. Il est également intéressant d'établir une relation entre le CFROI et la valeur de l'action de l'entreprise. Par exemple, si un investisseur considère que le niveau élevé du CFROI d'une société est mal reflété par le cours de l'action, il sera incité à exploiter cette anomalie d'évaluation en misant sur une progression du titre.¹³

La relation entre le CFROI et la valeur de l'entreprise est moins intuitive que ne l'est celle entre l'EVA et la valeur de la firme, en partie parce qu'il s'agit d'un pourcentage de rendement. En dépit de cette faiblesse fondamentale, les dirigeants peuvent prendre des décisions pour augmenter le CFROI tout en réduisant la valeur de la firme.¹⁴

Le CFROI se calcul comme suit :

$$\text{CFROI} = \sum_{t=1}^N \frac{\text{CFE} (1+K)^{-t}}{\text{AE}}$$

Avec :

CFE : Cash-Flow d'Exploitation

K : Coût moyen pondéré du capital

AE : Actifs Economique

1.2.2 La valeur boursière (externe) :

Contrairement à la valeur intrinsèque, la valeur d'une entreprise cotée en bourse est déterminée par des indicateurs différents de ce que nous avons vu jusqu'ici. Elle est par ailleurs, déterminée

¹³ « CFROI lexique indicateurs financiers » Site-web : ubp.com. Consulté le 01/07/2022.

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

¹⁴ DAMODARAN.A « *Finance d'entreprise* » édition De-Boeck supérieur. 2006 P. 1210.

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

par des indicateurs spécifiques notamment : le TSR (Total Shareholder return) autrement-dit la rentabilité totale pour l'actionnaire et la MVA (Market Value Added)

1.2.2.1 le TSR (Total Shareholder return):

Le rendement total pour l'actionnaire (TSR), également connu sous le nom de rendement total des actions ou rendement total, est le montant total d'argent qu'un actionnaire tirerait de chaque action individuelle. Ce montant tient compte à la fois des gains en capital et des dividendes pour une période de temps déterminée. Concrètement, le TSR mesure la création de valeur actionnariale à partir des flux de revenu acquis par la détention d'une action

Formule de rendement total pour les actionnaires est comme suit¹⁵ :

$$\mathbf{TSR = (P_1 - P_0) + D}$$

Avec :

P 1 = cours de clôture de l'action (période 1)

P 0 = cours initial de l'action

D = dividendes

Dans cette formule, les dividendes incluraient tout argent versé à l'actionnaire par la société. Les dividendes sont des montants en espèces versés, généralement trimestriellement, aux actionnaires en fonction du nombre d'actions qu'ils possèdent. Une entreprise baserait ses dividendes sur son revenu net, ou sur son revenu moins ses dépenses.

Cependant, les entreprises versent souvent des dividendes uniques en plus de ces montants trimestriels. Ces paiements ponctuels seraient inclus dans la variable D. Étant donné que les cours des actions de début et de fin représentent une période de temps, tout élément répertorié dans la variable D devrait être tout paiement effectué au cours de cette période.

Les résultats de la formule de rendement des actions peuvent également être exprimés en pourcentage. Nous utilisons alors cette formule :

$$\mathbf{TSR = \frac{(P_1 - P_0) + D}{P_0}}$$

¹⁵ TRAMPLIN.T « Total Shareholder Return (TSR) » Site-web: learn.financestrategists.com, publié 14/06/2022. Consulté le 01/07/2022.

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

Il est toutefois possible de comparer le TSR au coût du capital (CMPC) :

Si $TSR-CMPC < 0$: l'entreprise détruit de la valeur.

Si $TSR-CMPC > 0$: l'entreprise crée de la valeur.

Si $TSR-CMPC=0$: ce qui est généré par l'exploitation est juste suffisant pour faire face au coût de financement des projets de l'entreprise.

1.2.2.2 La MVA (*Market Value Added*):

La valeur ajoutée de marché ou Market Value Added (MVA) est un calcul qui montre la différence entre la valeur de marché d'une entreprise et le capital apporté par tous les investisseurs, obligataires et actionnaires. En d'autres termes, il s'agit de la valeur marchande de la dette et des capitaux propres moins toutes les créances en capital détenues contre l'entreprise¹⁶. Autrement-dit, c'est la différence entre l'évaluation en bourse d'une entreprise cotée et le montant de la valeur comptable ajustée de la créance et des capitaux propres investis dans l'entreprise.

Charreaux G. (1998) définit la MVA, « la valeur de marché ajoutée », comme la différence entre la valeur de marché des capitaux investis (VM) : capitaux propres et dettes financières et la valeur comptable de ces mêmes capitaux (VC).

Ainsi, la formule de la MVA est calculée comme suit :

$$MVA = VM-VC$$

Avec :

VM : Capitaux investis

VC : Valeur comptable

Les résultats de la MVA peuvent être interprétés comme suit :

Si $MVA > 0$: L'entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires ;

Si $MVA = 0$: L'entreprise ne crée pas de la valeur ;

¹⁶ CHEN.J « *FINANCIAL ANALYSIS* » Site-web: investopedia.com, publié le: 26/05/2021. Consulté le 01/07/2022.

Si $MVA < 0$: L'entreprise détruit de la valeur.

1.3 La valorisation de l'entreprise :

L'évaluation de l'entreprise se fait traditionnellement selon deux approches : l'approche bilancielle ou par le patrimoine, et l'approche par les flux futurs actualisés de trésorerie. La première repose sur la comptabilité alors que la seconde s'appuie sur des concepts financiers.

La valorisation de l'entreprise par le patrimoine consiste à évaluer ses capitaux propres apparaissant au bilan en effectuant certains retraitements, c'est-à-dire à déterminer l'actif net comptable corrigé en retranchant les dettes de l'actif retraité. Le principal inconvénient de cette méthode est de ne pas prendre en compte la capacité de l'entreprise à créer de la richesse.

Pour prendre en considération cet aspect, on valorise l'entreprise selon ses flux futurs de trésorerie que l'on actualise. La méthode est la même que celle appliquée pour déterminer la valeur actuelle d'un investissement car, en finance, la valeur d'un bien correspond à la valeur actuelle de ses flux futurs de trésorerie. On applique ce raisonnement aux flux de trésorerie disponibles de l'entreprise, mais aussi aux résultats courants nets d'impôt pour obtenir la valeur de rendement de l'actif économique, ou encore aux dividendes à percevoir sur une action pour obtenir la valeur financière d'un titre.

Lorsqu'une société est cotée en Bourse, sa valorisation se fait sur la base d'un cours de Bourse moyen que l'on multiplie par le nombre d'actions. Ce type de valorisation repose sur le mécanisme du marché qui permet, par la loi de l'offre et de la demande, de fixer le prix de l'action en fonction de ses revenus futurs espérés.

Ce mécanisme ne fonctionne cependant parfaitement que lorsque les marchés sont efficaces, c'est-à-dire lorsque le prix des titres reflète à tout moment toute l'information disponible sur ces derniers. Les marchés sont alors d'autant plus efficaces qu'ils sont liquides, que l'accès à l'information est libre et facile, que le coût des transactions y est faible et que les agents de ces marchés sont rationnels.

Pour valoriser une entreprise, on considère que les marchés sont à l'équilibre et que, par conséquent, le taux de rentabilité économique correspond au coût du capital. Il s'agit ici de taux exigés et non constatés par les pourvoyeurs de fonds car, en finance, la valeur de marché

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

remplace la valeur comptable apparaissant au bilan et cette valeur de marché dépend des flux futurs espérés actualisés au taux de rentabilité exigé.

Ainsi, les emplois et les ressources du bilan sont appréhendés d'après la valeur de marché de leurs trois composantes, à savoir l'actif économique, les capitaux propres et les dettes. Cela permet de déterminer la valeur de l'entreprise comme la valeur de l'actif économique et de poser l'égalité suivante¹⁷ :

$$\text{Valeur de l'actif économique} = \text{valeur des capitaux propres} + \text{valeur de l'endettement net.}$$

Pour conclure, nous estimons que dans la théorie financière moderne, la création de valeur financière reste l'un des principaux objectifs recherchés par les propriétaires d'entreprise et les investisseurs pour évaluer la performance de celle-ci. La création de valeur est vitale pour garantir la survie de l'entreprise et pour financer sa croissance. Elle est considérée comme un élément central de la vie économique en ce qu'elle guide les décisions des différentes catégories d'agents économiques

A travers cette section, nous avons pu élucider les concepts de bases de la valeur de l'entreprise selon l'approche économique, financière, comptable et actionnariale. Nous avons aussi, illustrer les mesures de création de la valeur. Il est impératif de noter qu'il existe d'autres mesures autres que celles que nous avons cité dans cette section.

Pour pouvoir encore mieux comprendre la valeur de l'entreprise et sa création, nous nous étalerons lors de la prochaine section sur une variable très proche, à savoir le coût du capital de l'entreprise.

¹⁷ BAZER.J FAUCHER.P « *finance d'entreprise DCG 6* » éd. Nathan-Paris 2009 – P.373

Section 2 : le coût du capital de l'entreprise :

Les entreprises ont besoin de ressources pour financer leurs investissements, leur besoin en fonds de roulement et leurs insuffisances de trésorerie. Ces ressources trouvent leur origine en interne par la rétention des bénéfices et à l'extérieur de l'entreprise sous la forme de dette (D) et/ou de capitaux propres (CP). Quelle que soit la forme de financement choisie, les ressources ne sont pas gratuites, elles représentent le coût du capital pour l'entreprise.

Par conséquent, la répartition des différentes sources de financement et leur coût permettent de mesurer l'impact du financement sur la rentabilité et d'ailleurs sur la valeur de l'entreprise. Nous déterminons en effet cette dernière en retenant comme taux d'actualisation, le coût du capital. Nous verrons donc successivement la composition et la détermination du coût du capital.

Dans ce sens, la valeur créée trouve son origine dans la rentabilité des capitaux investis qui doit être supérieur au coût moyen pondéré du capital.¹⁸

2.1 Le coût du capital :

Le coût du capital est un coût d'opportunité qui traduit l'intérêt que les investisseurs ont à investir leur argent dans cette entreprise plutôt qu'ailleurs. Tous les apporteurs de capitaux, qu'ils soient créanciers ou actionnaires, vont déterminer la rentabilité qu'ils exigent sur les fonds apportés à l'entreprise en fonction du risque perçu sur ledit investissement. Le coût du capital servira de taux d'actualisation, pour valoriser l'entreprise.¹⁹

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

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

¹⁸ BERTONECHE.M « *Création de valeur et coût du capital* », article publié le 14/03/2016 sur Les Echos Business. Consulté le 28/06/2022.

¹⁹ CHERIF.M, DUBREUILLE. S « *Création de valeur et capital-investissement* » édition Pearson. Paris 2009. P.03

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

ressource ou catégorie de ressource de financement utilisée mais aussi la mesure du poids respectifs de chacune d'entre elles dans le financement global²⁰

L'entreprise utilise deux formes de ressources pour financer ses capitaux investis : des capitaux propres (CP) et des emprunts (ou dettes financières : D). Chaque type de ressource a un coût « K_{cp} » pour les capitaux propres et « K_D » pour les dettes) et on appelle coût du capital (« k ») la moyenne arithmétique pondérée du coût de ces ressources²¹. Il est fonction de ses accès aux marchés financiers et de ses opportunités en matière de crédit et de financement propre.

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 financière²² :

$$\text{CMPC} = K_{cp} \frac{CP}{D+CP} + K_D \frac{D}{D+CP}$$

Avec :

CMPC : le coût moyen pondéré du capital

K_{cp} : le coût des capitaux propres

K_D : le coût de la dette

CP: capitaux propres

D: dette

Avec k_{CP} , le coût ou la rentabilité exigée sur les capitaux propres, et k_D , le coût ou la rentabilité exigée sur l'endettement.

$\frac{CP}{D + CP}$ et $\frac{D}{D + CP}$ Représente 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

²⁰ Si AMER. A, SIBEUR L : « L'impact du choix de la structure financière sur le coût du capital d'une entreprise cotée en bourse », mémoire de master, l'université Mouloud Mammeri De Tizi-Ouzou, 2017, p.38.

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

²¹ BAZET.J. FAUCHER.P « *finance d'entreprise DCG 6* » éd. Nathan-Paris 2009 – p.361

²² CHERIF.M, DUBREUILLE. S « *Création de valeur et capital-investissement* » édition Pearson. Paris 2009.

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

compte des ajustements. En présence d'un impôt sur les sociétés (IBS), le CMPC ajusté devient :

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

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. Si l'endettement procure un avantage fiscal, les entreprises devraient avoir recours à des taux d'endettement les plus élevés possibles. Le calcul du CMPC nécessite l'évaluation respective d'une structure financière « cible », du coût des capitaux propres (kCP) et du coût de la dette (kD).

2.2 Le coût des capitaux propres :

Le coût des capitaux propres est la rentabilité requise par les actionnaires pour investir dans la société et pas ailleurs. Deux modèles sont utilisés pour la détermination du coût des capitaux propres : le modèle de Gordon Shapiro et le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF).

Dans l'esprit d'un grand nombre d'étudiants en finance, le capital mis à disposition de la société est gratuit. Ainsi, les capitaux propres ont un coût correspondant aux dividendes que les actionnaires sont en droit de percevoir. Ce coût correspond au taux de rémunération attendu par les actionnaires. Autrement-dit, c'est la rentabilité requise par les actionnaires pour investir dans la société et pas ailleurs. Il est exprimé en pourcentage et est déterminé par deux modèles que sont : le modèle de Gordon Shapiro et le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF).

2.2.1 Le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) :

Il s'agit d'un modèle d'évaluation des actifs financiers, en l'occurrence le CAPM : « Capital Assets Pricing Model », en français : Modèle D'évaluation des Actifs Financiers (MEDAF). Il a été développé par Sharpe en 1964²³. Le MEDAF est dérivé des résultats de la gestion de portefeuille initiée par Markowitz en 1952.

²³ NGUENA.O. J « *Mathématiques et gestion financière* » Éditeur : De Boeck Supérieur.2004. P.333

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

Il permet en premier lieu d'identifier la frontière efficiente en présence de taux sans risque. Il permet ensuite d'évaluer la rentabilité exigée sur tout titre ou actif financier en fonction de la rentabilité du portefeuille de marché (dite rentabilité de marché) et de la sensibilité de ce titre au marché²⁴.

Ce modèle se repose sur plusieurs hypothèses qu'on peut situer comme suit :

- Les marchés de titres sont parfaits.
- Les actifs sont parfaitement divisibles.
- La possibilité d'acheter ou de vendre tout actif financier à son prix de marché en l'absence de coûts de transaction et de taxes.
- La possibilité de prêter et d'emprunter au taux sans risque.
- Les investisseurs ont accès aux mêmes opportunités d'investissement.
- Les investisseurs forment des anticipations homogènes sur les rentabilités espérées, les volatilités et les corrélations entre les actifs financiers.

Le modèle d'évaluation des actifs financiers décrit une relation d'équilibre entre le rendement exigé sur un titre et le risque encouru en le détenant. Ce modèle considère que seul le risque non diversifiable d'un actif financier (ou risque systématique), mesuré par le bêta, doit être rémunéré. Le risque systématique de chaque titre est mesuré par rapport au risque de l'ensemble des titres sur le marché. Le MEDAF établit une relation linéaire entre le taux de rendement requis sur un titre i et son risque systématique, ou risque non diversifiable, noté β_i ²⁵.

Taux de rendement requis = taux sans risque + bêta (prime unitaire de risque) ou, plus formellement :

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_M) - R_f]$$

Avec :

E (R_i) = Le taux de rendement requis par les investisseurs ;

R_f = le rendement du titre sans risque ou de l'actif sans risque ;

²⁴ ESTRAN.R, HARB.E, VERYZHENKO.I « *Gestion de portefeuille* » Éditeur : Dunod P.114

²⁵ KOOLI.M, ADJAOUD.F, BOUBAKRI.N, CHKIR.I « *Finance d'entreprise évaluation et gestion* » édition Chenelière Éducation. Montréal 2013. P. 153

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

$E(RM)$ = rentabilité espérée du marché ou l'espérance de rendement du portefeuille du marché ;

$[E(RM) - R_f]$ = : prime de risque du marché ;

β_i = le coefficient du risque systématique du titre (bêta de la rentabilité de l'action par rapport à la rentabilité du marché)

Le taux de rendement requis par les investisseurs est noté $E(R_i)$ pour souligner qu'il s'agit d'une prévision. Cette espérance est égale au taux sans risque plus une prime de risque, égale à la prime par unité de risque $[E(RM) - R_f]$ multipliée par la quantité de risque encouru β_i . Cette prime par unité de risque est égale à la différence entre le taux de rendement prévu pour le marché $[E(RM)]$ et le taux de rendement sans risque (R_f). La quantité de risque systématique (seul pris en compte dans ce modèle) est égale au bêta de l'action de l'entreprise.

Ainsi, l'évaluation du coût des fonds propres nécessite que l'on estime successivement le taux sans risque, le bêta, puis la prime de risque.

2.2.1.1 Le taux sans risque :

Le taux de base, en dessous duquel les investisseurs n'accepteront pas de financer un projet, est le taux sans risque. Ce taux est égal à la rémunération exigée par un investisseur pour un placement dont le risque de marché serait nul, c'est-à-dire dont la rentabilité évoluerait indépendamment des fluctuations du marché. C'est le taux sur les bons du Trésor qui est généralement considéré comme le taux sans risque²⁶.

2.2.1.2 Le bêta :

Le coefficient bêta mesure la sensibilité relative du titre ou de l'action par rapport au marché ou au rendement du portefeuille de marché.

Dans le cas d'une entreprise inscrite en bourse, son risque systématique peut être mesuré en fonction de ses rendements boursiers passés. Toutefois, dans le cas d'une entreprise de petite taille, nous utilisons des bêtas sectoriels ou, idéalement, ceux d'entreprises inscrites en Bourse, de même taille et évoluant dans le même secteur d'activité.

Si $\beta > 1$, cela signifie que le titre est volatile et plus risqué que le marché ;

²⁶ KOOLIM, ADJAUD.F, BOUBAKRI.N, CHKIR.I « Finance d'entreprise évaluation et gestion » édition Chenelière Éducation. Montréal 2013. P.154

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

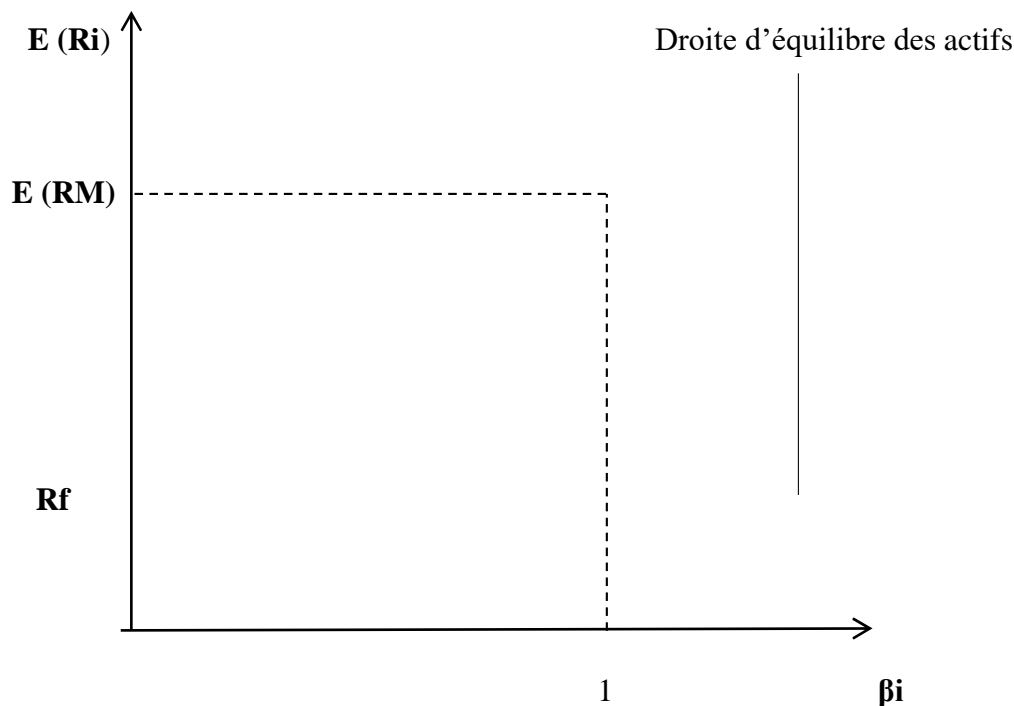
Si $\beta < 1$, cela signifie que le titre est moins sensible que le marché.

2.2.1.3 La prime de risque:

La prime de risque est l'écart que l'on prévoit entre le taux de l'ensemble du marché boursier et le taux sans risque attendu sur le marché des actions. À moins que l'on dispose d'une prévision de ces taux futurs, il est généralement commode d'évaluer cet écart à l'aide des données historiques.

Donc, d'après le MEDAF, seul le risque systématique doit être rémunéré. La droite d'équilibre des actifs peut être représentée comme suit dans le schéma suivant :

Schéma N° 01: La droite d'équilibre d'actifs



Source : KOOLIM, ADJAOUD.F, BOUBAKRI.N, CHKIR.I « Finance d'entreprise évaluation et gestion » édition Chenelière Éducation. Montréal 2013. P.137

Par ailleurs, ce modèle a subi de nombreuses critiques. En effet, le modèle du MEDAF est un point de départ commode pour estimer le coût des fonds propres, mais on ne peut passer sous silence le fait qu'il est souvent et fortement remis en cause. De nombreux arguments théoriques et pratiques ont été évoqués pour critiquer ce modèle. En effet, on estime que la prime du risque du marché est difficile à déterminer. De plus, l'estimation du β n'est pas chose facile, surtout dans le cas d'entreprises non cotées.

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

Le coût des fonds propres des entreprises ne serait pas seulement lié au risque systématique, mais également à différents facteurs non prévus par la théorie. Le MEDAF ne serait donc pas un modèle parfait, mais on ne lui connaît pas de concurrents sérieux²⁷.

Toutefois, dans le cas des entreprises de petite taille, le modèle ne reconnaît aucun effet prévisible, les travaux empiriques ont montré que les entreprises de petite taille commandaient, un taux de rendement plus élevé que les entreprises de grande taille. Cet écart peut être évalué en établissant la différence entre le taux de rendement des titres de petite capitalisation et celui des grandes entreprises. Plusieurs auteurs recommandent de réajuster le coût des fonds propres des petites entreprises à l'aide de cette prime ; d'autres suggèrent plutôt de procéder au réajustement à cause du manque de liquidités de ces entreprises.

2.2.2 Le modèle d'actualisation des dividendes de Gordon Shapiro :

Selon le modèle de la valeur actualisée, la valeur d'une action est égale à la valeur actualisée des flux de trésorerie anticipés qu'elle procure : dividendes et prix de cession. Le taux d'actualisation est le taux de rentabilité requis par les actionnaires, compte tenu notamment des perspectives de l'économie et du risque qu'ils encourent²⁸.

L'évaluation d'une action repose sur l'actualisation de ses cash-flows futurs mesurés par les dividendes D_t et son prix de revente à une date T , noté V_T ²⁹ :

$$v_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+Kcp)^t} + \frac{V_T}{(1+Kcp)^T}$$

Sous l'hypothèse d'un horizon d'investissement à l'infini, la valeur actuelle du prix de revente V_T tend vers zéro lorsque T tend vers l'infini. Le prix de l'action est donc égal à la valeur actuelle des dividendes futurs :

$$v_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+Kcp)^t}$$

²⁷ KOOLI.M, ADJAOUD.F, BOUBAKRI.N, CHKIR.I « *Finance d'entreprise évaluation et gestion* » édition Chenelière Éducation. Montréal 2013. P.156

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

²⁸ CHARREAUX.G « *Finance d'entreprise* » EMS Editions 2014 P. 149

²⁹ CHERIF.M, DUBREUILLE. S « *Création de valeur et capital-investissement* » édition Pearson. Paris 2009.
P.04

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

Ce modèle est connu sous le nom de Dividend Discount Model (DDM). Cette méthode est pertinente lorsque la société pratique depuis longtemps une politique de distribution de dividendes et dispose d'une trésorerie suffisante pour lui permettre d'effectuer les distributions même lorsque les résultats sont faibles. Dans la pratique, son application nécessite l'utilisation d'hypothèses simplificatrices.

Ces résultat, défini comme le modèle de Gordon Shapiro, considère que les dividendes vont croître indéfiniment à un taux constant. Cela représente une limite du modèle, mais a cependant l'avantage d'être simple à mettre en œuvre. Le taux de croissance des dividendes est estimé sur la base d'observations historiques du comportement de l'action et des prévisions des analystes financiers sur les dividendes futurs.

Le coût des capitaux propres dans le cadre des hypothèses du modèle de Gordon Shapiro est donné par la formule suivante :

$$K_{cp} = \frac{D_1}{V_0} + g$$

Avec :

D : Dividendes.

g : croissance du dividende par action.

2.3 Le coût de la dette :

Le coût de la dette k_D représente le niveau des taux d'intérêt facturés par une banque sur une maturité donnée. Ce coût est un coût d'opportunité et non un coût historique, c'est à-dire, qu'on ne calcule pas la moyenne des taux d'intérêt payés par l'entreprise sur ses différentes dettes existantes mais plutôt le taux qui serait facturé maintenant si l'entreprise devait emprunter³⁰.

Pour les plus grosses sociétés qui émettent des obligations, le coût de la dette correspond au taux de rendement. Le rendement d'une obligation, noté k_D , est le taux d'actualisation qui égalise le cours actuellement négocié sur le marché, noté V_0 , à la valeur actuelle des cash-flows versés par l'obligation.

³⁰ CHERIF.M, DUBREUILLE. S « *Création de valeur et capital-investissement* » édition Pearson. Paris 2009. P.08

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

Une autre façon d'estimer le coût de la dette consiste à ajouter au rendement des emprunts d'État une prime de risque représentative de la différence de qualité de crédit entre l'entreprise et l'obligation souveraine. Cette différence est appelée spread de crédit et notée SCT. Nous avons vu précédemment que les rendements d'États souverains sont considérés habituellement comme des actifs sans risque, notés R_f :

$$K_D = R_f + SCT$$

Pour conclure, il est important toutefois de noter que l'équation du coût moyen pondéré du capital donne le taux d'actualisation pour les seuls projets similaires au profil de l'entreprise. Autrement dit, le coût moyen pondéré du capital calculé ne s'applique ni aux projets plus risqués, ni aux projets moins risqués que la moyenne des projets actuels de l'entreprise. A noter aussi, que, tout projet doit être financé de façon à préserver la structure de capital optimale de l'entreprise.

Ainsi, nous arrivons à la fin de cette section, où, nous avons pu présenter les méthodes de calcul du coût moyen pondéré des sources de fonds de l'entreprise. Nous avons ensuite présenté les méthodes de calcul du coût des fonds propres en utilisant le MEDAF et le modèle d'actualisation de Gordon Shapiro. Ce calcul nécessite que l'on détermine le taux sans risque et que l'on estime le bêta de même que le rendement espéré du marché pour calculer la prime de risque.

Section 3 : Les différents modes de financement et leur effet sur la valeur de l'entreprise

L'entreprise, quel que soit sa taille, son domaine d'activité ou son chiffre d'affaire doit disposer de ressources financières suffisantes. En fonction du besoin exprimé et de son impact sur la valeur de l'entreprise, et ce, dans le but de financer les capitaux investis et de satisfaire ses besoins de financement. Ces ressources sont des fonds propres et des dettes financières.

Les fonds propres sont constitués du capital social et des réserves. Ce financement propre d'origine externe et interne est généralement complété par une ou plusieurs augmentations de capital lorsque la société se développe. Dans la catégorie des fonds propres, il faut également tenir compte du financement par quasi-fonds propres appelé ainsi à cause de son caractère hybride, comme les obligations remboursables en actions. Lorsque les entreprises ne peuvent pas assurer la totalité du financement par leurs propres moyens, elles ont alors recours à l'endettement auprès d'un ou de plusieurs créanciers. Cependant, certains besoins de financement correspondent à l'exploitation et d'autres aux investissements.

Par ailleurs, et comme nous l'avons déjà cité lors des précédentes sections les ressources de l'entreprise ne sont gratuites, ce qui fait que, ces fonds quel soit leur nature peuvent avoir des impacts positifs comme négatifs sur la valeur de l'entreprise.

Face à la diversité des solutions de financement existantes, le choix d'une structure financière optimal reste depuis toujours une des préoccupations majeures des entreprises. Pour réussir ce choix, il est essentiel de bien définir son besoin afin d'opter pour un moyen de financement adapté.

3.1 Les besoins de financement :

Pour qu'une entreprise puisse exister et être pérenne, il est nécessaire qu'elle réalise certains financements. Elle doit assurer l'adéquation entre la stratégie de financement choisie et les moyens financiers dont elle dispose.

On différencie deux grandes catégories de besoins de financement ceux liés aux besoins liés au cycle d'exploitation et ceux liés au cycle d'investissement.

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

3.1.1 Les besoins liés à l'exploitation :

L'entreprise a besoin de capitaux pour financer son exploitation : acheter des matières, les stocker, les transformer, stocker les produits finis. Plus le cycle d'exploitation est long, plus les besoins de financement sont importants. Le besoin en fond de roulement (BFR) mesure le montant des capitaux investis en permanence dans le cycle d'exploitation.

Selon B. SOLNIK (2001), « le cycle d'exploitation correspond à l'état producteur de l'entreprise, c'est-à-dire, la transformation des matières achetées en produits finis vendus aux clients. Cette exploitation nécessite la mise en œuvre des outils de production de l'entreprise (investissements immobilisés) et de ses ressources humaines. Le cycle d'exploitation correspond donc à la consommation de matières, de travail, de capital, de production et de fournisseurs afin d'assurer les ventes de produits ».³¹

En effet, le cycle d'exploitation de l'entreprise diffère d'une entreprise industrielle et commerciale.

Ainsi, dans les **entreprises industrielles** les opérations courantes sont les achats de matières premières, transformation, stockage, vente. Ces opérations sont décalées dans le temps par plusieurs étapes à savoir la fabrication, le stockage et l'acheminement. De ce fait, ces entreprises font le décaissement de ces biens et services avant d'en récolter l'encaissement, c'est-à-dire la vente. Le décalage entre le décaissement et l'encaissement **constitue le cycle d'exploitation**.

Par contre, dans les **entreprises commerciales** il n'y a pas de phase de fabrication quand il s'agit de revendre en l'état des marchandises. Toutefois, lorsqu'il s'agit de vendre la phase de vente se déroule en même temps que la phase vente de fabrication.

De ce fait, on estime que l'entreprise a besoin d'argent pour financer son cycle d'exploitation. Cependant, il existe un décalage dans le temps, entre le moment où l'entreprise paye ses fournisseurs et celui où ses clients la payent. Ce besoin de financement est appelé Besoin en Fonds de Roulement (BFR).

³¹ BRUNO.S « *Gestion financière* », 6^{ème} édition DUNOD, Paris, 2001, P.59.

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

- Le Besoin en Fonds de Roulement (BFR) :

Le Besoin en Fonds de Roulement est la mesure des ressources financières qu'une entreprise doit mettre en œuvre pour couvrir le besoin financier résultant des décalages des flux de trésorerie correspondant aux décaissements et encaissements liés à son activité.

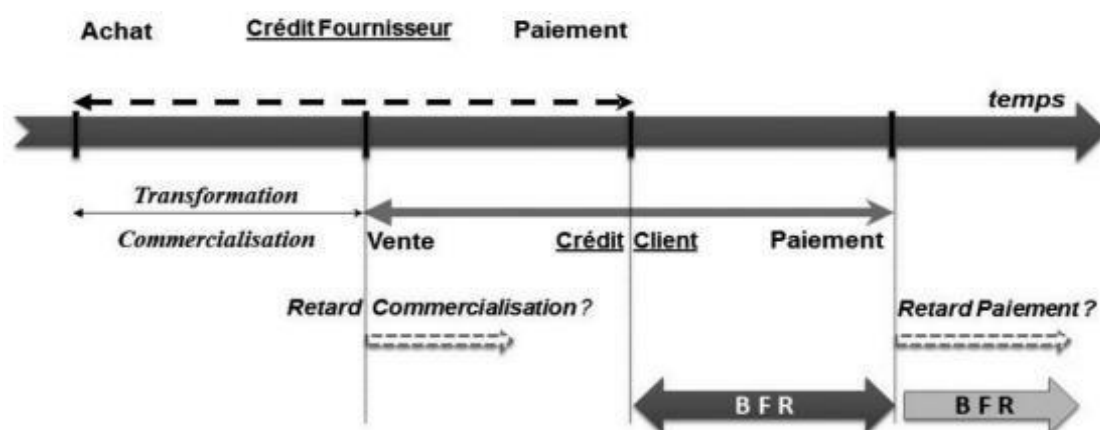
Le besoin en fonds de roulement d'exploitation calculé à partir des données bilancielle n'est pas forcément représentatif du besoin de financement moyen de l'entreprise. Les délais de paiement des clients ou fournisseurs ainsi que la durée de stockage peuvent varier de manière sensible à la date de clôture de l'exercice.

Le besoin en fonds de roulement calculé à partir du bilan de l'entreprise peut difficilement être transposé pour le calcul d'un BFR prévisionnel qui devrait tenir compte, par exemple, d'une augmentation de chiffre d'affaires. De même, le BFR généré par un projet d'investissement nouveau est difficilement mesurable à partir des données bilancielles³².

Par conséquent, plus le cycle d'exploitation est long, plus le délai entre les paiements dont il a besoin et les recouvrements ultérieurs qu'il permet est important, ce qui entraîne un besoin important en capital.

Dans ce qui suit nous allons présenter un schéma sur le BFR.

Schéma N°02 : Circuit du BFR.



Source : COULUN.Y « Guide pratique de la finance » édition Gualino. Paris 2017. P.26

³² LEGORS.G « Mini manuel de Finance d'entreprise » Éditeur : Dunod. 2018 P.119

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

3.1.2 Les besoins liés à l'investissement :

L'investissement désigne une opération par laquelle l'entreprise emploie des ressources à l'acquisition d'un bien matériel, immatériel ou financier dans le but d'obtenir un effet positif quantifiable à long terme, il s'agit d'une dépense immédiate.

L'investissement est une nécessité pour les entreprises qui souhaitent survivre et rester compétitives. De ce fait il génère un besoin dit besoin de financement (BFI).

Ainsi, et pour pouvoir assurer sa survie et son développement, l'entreprise doit souvent réaliser des investissements correspondant à différents objectifs. On peut noter plusieurs catégories :

- **Investissements corporels** : Acquisition de terrains, de locaux, d'équipements et d'installations.
- **Investissements incorporels** : ils sont constitués des dépenses de formation et de recherche- Développement (R-D) pour le savoir ; des dépenses de logiciels et de formation pour le savoir-faire ; des dépenses de publicité, marketing, communication pour le faire-savoir
- **Investissements financiers** : c'est des investissements liés à l'accroissement du patrimoine financier comme l'acquisitions de titres de participation, de titres immobilisés qui donnent le droit de propriété ou de créances, les achats d'actions, d'obligations, etc.

Enfin, on estime que les investissements corporels, incorporels et financiers sont complémentaires et indispensables. Ils représentent les moyens mises en œuvre par l'entreprise afin d'assurer sa pérennité et son développement. Autrement dit, les investissements sont des sacrifices de ressources financiers aujourd'hui dans l'espoir d'obtenir dans le futur des recettes supérieures aux dépenses occasionnées par la réalisation de cet investissement³³.

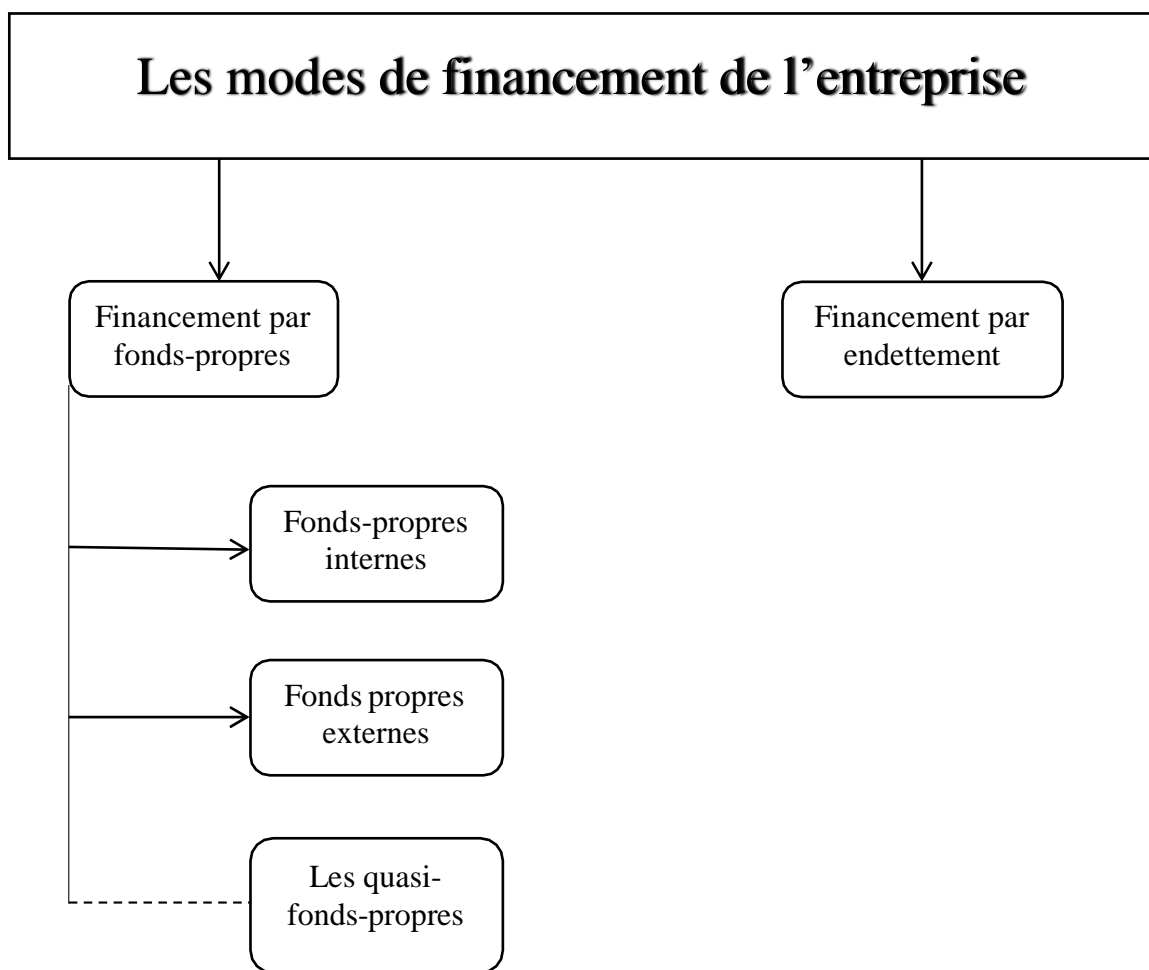
³³ BANCEL.F « *le choix des investissements, méthodes traditionnelles* », édition economica, Paris, 1994, P.15.

3.2 Les différents modes de financement :

Pour financer ses investissements, l'entreprise peut recourir à différents modes de financement dont le coût varie en fonction de la nature du financement et du risque supporté par le bailleur de fonds.

On distingue généralement trois grands types de financement : le financement par fonds propres, le financement par quasi-fonds propres et le financement par endettement

Schéma N° 03 : Représentation des modes de financement de l'entreprise.

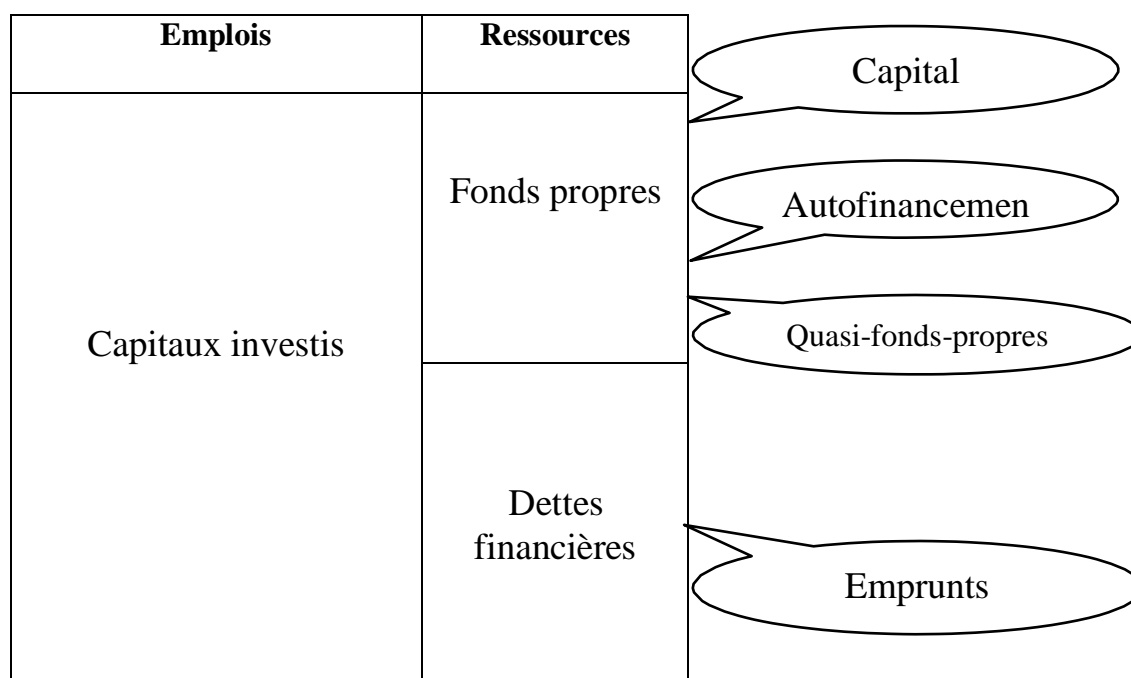


Source : établi par nous-même à partir des cours et des ouvrages.

Dans la figure qui suit on peut apercevoir, le positionnement de ces ressources dans le bilan économique.

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

Figure N°01 : Positionnement des ressources de l'entreprise sur le bilan



Source : BAZET.J FAUCHER.P « *finance d'entreprise DCG 6* » éd. Nathan-Paris 2009 – P.311

3.2.1 Le financement par fonds propres :

Les fonds propres constituent une source de financement de premier ordre et sont souvent déterminants pour évaluer la solvabilité d'une entreprise et sa capacité à faire face à ses dettes à courts termes. Intéressons-nous à l'utilité des fonds propres pour l'entreprise et la source d'informations qu'ils constituent pour les parties prenantes³⁴.

Les fonds propres se décomposent en fonds propres internes et en fonds propres externes, quant au quasi-fonds propres ce sont des ressources financières stables qui n'ont pas la nature de fonds propres mais s'en approchent. Ils sont classés dans les autres fonds propres dans le bilan et peuvent parfois être transformés en fonds propres.

³⁴ SERRA.M « *Les fonds propres et le financement des entreprises* » Publié dans l'expert-comptable.com le 27/05/2022. Consulté le 01/07/2022.

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

3.2.1.1 Les fonds propres internes :

Les fonds propres internes correspondent à l'autofinancement, c'est-à-dire que l'entreprise finance ses investissements sur ses propres deniers. Ainsi que par les éléments de cession d'actifs.

A- L'autofinancement :

L'autofinancement devrait être la forme normale et courante de financement des entreprises une fois reçu le coup de pouce financier de départ constitué par l'apport initial en capital. L'autofinancement est la part de richesse générée par l'activité et conservée dans l'entreprise sous forme de réserves. Il constitue donc un financement par fonds propres d'origine interne³⁵.

Selon E. COHEN, l'autofinancement est « le surplus monétaire dégagé par l'entreprise sur son activité propre et conservé par elle pour financer son développement futur ».³⁶

L'autofinancement est la partie de la capacité d'autofinancement (CAF) non distribuée aux actionnaires³⁷ :

$$\text{Autofinancement de N} = \text{CAF de N} - \text{Dividendes distribués en N}^1$$

La CAF de l'entreprise correspond à la capacité d'autofinancement de l'entreprise, c'est-à-dire, l'ensemble des ressources financières générées par les opérations de gestion de l'entreprise et dont elle pourrait disposer pour couvrir ses besoins financiers. Elle représente donc l'excédent de ressources internes dégagées par l'activité de l'entreprise et peut s'analyser comme une ressource durable

Ainsi, nous pouvons dire que l'autofinancement permet de conforter l'indépendance financière de l'entreprise. Il constitue un potentiel de liquidités souvent utilisé pour financer une augmentation de BFR, mais qui peut également permettre de financer des projets d'investissements partiellement ou en totalité.

À partir du moment où l'autofinancement est réinvesti dans l'entreprise, son coût implicite est égal au taux de rentabilité exigé par les actionnaires. Si l'autofinancement est réinvesti à un taux inférieur, la rentabilité de l'entreprise diminue automatiquement.

³⁵ BAZET.J. FAUCHER.P « *finance d'entreprise DCG 6* » éd. Nathan-Paris 2009 – P.316

³⁶ COHEN.E, « *Analyse économique et financier* », Edition Economica, Paris, 2006.

³⁷ DELAHAYE.J, DUPRAT.F « *DCG 6 Finance d'entreprise l'essentiel en fiche* » édition Dunod. Paris 2015. P.107

B- Les cessions d'éléments d'actifs :

Les cessions d'éléments de l'actif immobilisé constituent un autre mode de financement par fonds propres internes. Ces cessions concernent aussi bien des immobilisations incorporelles et corporelles que des immobilisations financières et peuvent résulter soit³⁸ :

- Du renouvellement normal des immobilisations qui s'accompagne de la vente des biens renouvelés à chaque fois que cela est possible.
- De la nécessité d'obtenir des capitaux lorsque la situation financière est délicate, ce qui peut se traduire par la cession d'éléments d'actif dits « non stratégiques » (terrains, immeubles, participations ...).
- De la mise en œuvre d'une stratégie de recentrage. Les liquidités dégagées sont alors réinvesties dans des activités en principe plus rentables pour l'entreprise.

3.2.1.2 Les fonds propres externes :

Les principaux modes de financement par fonds propres externes sont l'augmentation du capital, les subventions de l'état, ainsi que l'introduction en bourse.

A- L'augmentation du capital :

Le financement par fonds propres externes se fait par un recours à augmentation de capital. Cette augmentation de capital permet de financer la croissance de l'entreprise ou de rétablir le cas échéant son équilibre financier dégradé par des pertes. C'est une opération très réglementée juridiquement³⁹.

Par ailleurs, le recours à l'augmentation de capital se justifie par la volonté de renforcer les capitaux propres, d'apurer des pertes, de financer de nouveaux investissements, de renforcer la confiance des tiers.

Par contre, L'augmentation de capital a un impact direct sur la répartition du capital et sa composition. En effet, si de nouveaux actionnaires entrent au capital de l'entreprise, les anciens actionnaires risquent de voir leur influence diminuer et de perdre le contrôle de la société.

³⁸ DELAHAYE.J, DUPRAT. F « DCG 6 Finance d'entreprise l'essentiel en fiche » édition Dunod. Paris 2015. P.108

³⁹ E. HARBE.E, MASSET.A, MURAT.P, VERYZHENKO.I « FINANCE » Éditeur : Dunod. Paris. 2014 P. 181

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

L'augmentation du capital peut se faire via numéraire, nature, par incorporation des réserves ou par conversion des dettes.

- En numéraire :

L'augmentation de capital par apports en numéraire est une source de financement importante pour les entreprises. Elle se distingue des augmentations de capital par incorporation de réserves, par conversion de dettes ou par conversion d'obligations qui ne se traduisent pas par un apport de nouvelles ressources financières à l'entreprise.

L'augmentation de capital accroît l'indépendance financière de l'entreprise mais entraîne une dilution du bénéfice et parfois une dilution du pouvoir de contrôle.⁴⁰

- En nature :

L'augmentation de capital par apport en nature permet à un associé d'apporter à la société un bien mobilier ou immobilier. Ce bien doit être cessible et présenter une valeur pécuniaire.

Contrairement à une somme numéraire (de l'argent), il s'agit d'un bien matérialisé. À l'issue de l'opération, la société devient propriétaire du bien dont la valeur est traduite dans son capital social.

Dans ce cadre, les règles applicables sont les mêmes que lors de la création de la société et est décidé par l'assemblée générale extraordinaire. Il n'existe pas au profit des anciens actionnaires de droits préférentiels de souscription.

- Par incorporation des réserves :

L'augmentation du capital par incorporation des réserves est une opération qui laisse la valeur des fonds propres ou la situation nette inchangée, puisqu'elle n'apporte pas de nouvelles ressources. Ainsi, les nouvelles actions émises sont distribuées gratuitement aux anciens actionnaires. Ce type d'opération entraîne la diminution ou la disparition de compte « réserves » et l'augmentation du capital émis d'un montant équivalent. Cette opération, ne diffère pas de celle en numéraire, en termes de procédés de protection des actionnaires anciens. En effet, la baisse de la valeur de l'action juste après l'augmentation du capital est directement compensée

⁴⁰ DELAHAYE.J, DUPRAT.F « DCG 6 Finance d'entreprise l'essentiel en fiche » édition Dunod. Paris 2015. P.109

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

par l'attribution aux actionnaires actuels de nouvelles actions gratuites et des droits d'attribution⁴¹.

- Par conversion de dettes :

L'augmentation du capital par conversion de dettes est le fait d'ajouter aux capitaux propres le montant figurant antérieurement dans le compte de dettes sans que cela ne modifie le bilan de la société. Ce qui permet, de ne pas avoir recours à l'endettement et de diminuer ainsi ses coûts de financement et disposer des capitaux propres plus important et donc des ressources stables.

Ce type d'augmentation du capital, est plus coûteux qu'un financement par emprunt compte tenu du risque plus important pris par les actionnaires, elle entraîne ainsi, une perte de pouvoir des anciens actionnaires compte tenu de l'entrée de nouveaux actionnaires dans la société.

B- Subventions de l'état :

En accordant des subventions d'investissement, l'État favorise les politiques d'investissement et permet une consolidation des fonds propres. Toutefois, il faut remarquer que ces subventions étant réintégrées au résultat imposable, l'avantage est moindre. Par divers allègements fiscaux, notamment le système des amortissements dérogatoires, des provisions pour investissement, l'État favorise l'investissement⁴².

Ces subventions d'investissement sont versées par l'État via les collectivités locales ou organisme, elles permettent à l'entreprise d'acquérir ou de créer des actifs immobilisés, ou de financer des activités à long terme.

C- L'introduction en bourse :

L'introduction en Bourse consiste à vendre une certaine quantité de titres de propriété (actions) d'une société auprès du public. Cette quantité, appelée flottant, fera alors l'objet d'une cotation en fonction du mécanisme de l'offre et de la demande. Cette opération a pour principal objectif

⁴¹ ASSOUS NASSIMA « *cours de Master 2 gestion et stratégie financière* » UMMTO.DPT.SFC-TAMDA 2022.

⁴² LEGROS.G « *Mini manuel de Finance d'entreprise* » Éditeur : Dunod. 2018 P.166

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

de trouver un financement en renforçant les fonds propres, ce qui accroît d'autant les possibilités de recours à l'emprunt, et permet de communiquer sur l'image de la société⁴³.

Cette opération, offre des possibilités rapides et importantes de financement et renforce la notoriété de la société ou la fait connaître du grand public.

Par contre, le coût de ce financement est élevé car lors de l'introduction, le banquier interlocuteur doit être rémunéré et les obligations administratives sont nombreuses. De même, il existe un risque de perte de contrôle des dirigeants qui peuvent se voir évincés par les actionnaires ou pris au piège lors d'une prise de contrôle hostile.

3.2.1.3 Les quasi-fonds-propres :

Les quasi-fonds propres ne sont pas à proprement parler des fonds propres mais constituent des ressources financières stables. Ils sont classés dans les autres Fonds Propres dans le bilan et regroupent notamment des titres donnant accès au capital. En général, les quasi-fonds propres sont des modes de financement situés entre les fonds propres et les dettes. La plupart d'entre eux ont pour caractéristique principale de laisser à l'emprunteur l'initiative de conditionner le remboursement à l'aboutissement d'un projet.

3.2.2 Le financement par endettement (dettes financières) :

Les dettes financières (Financial debt) sont des ressources stables situées au passif et contractées auprès des banques ou des marchés financiers. Elles permettent à l'entreprise d'assurer son financement sur une période de long terme⁴⁴.

En d'autres termes, l'endettement consiste à solliciter une banque pour obtenir un prêt. Ce mode de financement a longtemps fait partie des possibilités courantes de se financer car jusque dans les années 1980, l'accès pour les entreprises aux marchés de capitaux était limité. L'économie d'endettement caractérisait alors cette période où les banques jouaient un rôle prépondérant dans le financement de l'économie. L'ouverture des marchés a permis d'autres modes de

⁴³ BAZET P. FAUCHER « *finance d'entreprise DCG 6* » éd. Nathan-Paris 2009 – P.317

⁴⁴ E. HARBE, MASSET.A, MURAT.P, VERYZHENKO.I « *FINANCE* » Éditeur : Dunod. Paris. 2014 P.194

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

financement, mais l'endettement demeure la source principale de financement pour les entreprises⁴⁵.

De surcroît, le financement par emprunt ou endettement regroupe : les emprunts indivis (emprunts bancaires le plus souvent) ; les emprunts obligataires (ou emprunt divis) ; ainsi que le financement par crédit-bail appelé aussi location-financement.

3.2.2.1 Les emprunts indivis (bancaire) :

Un emprunt indivis est un emprunt non fractionnable pouvant être obtenu auprès d'une banque, auprès d'une autre société (maison mère par exemple) ou auprès de personnes physiques (associés, famille, amis ...). L'option de la banque est généralement la plus utilisée.

Un contrat de prêt doit être signé par le prêteur et l'emprunteur doit préciser les modalités d'emprunt, notamment, le taux nominal, qui peut être fixe ou variable ; les modalités de remboursement, avec éventuellement une clause de remboursement anticipé ou une clause de différé de remboursement ; les garanties prises par le prêteur afin de s'assurer du remboursement de la somme prêtée.

En ce qui concerne le remboursement, l'emprunt *in-fine* est un emprunt dont le capital est remboursé en totalité lors de la dernière échéance. Par conséquent, les annuités versées ne sont constituées que d'intérêts sauf la dernière, qui comprend les intérêts de la dernière période et le capital emprunté. Dans le cas d'un remboursement par amortissements constants, le montant du capital amorti est le même lors de chaque échéance.

Dans le cas d'un remboursement par annuités constantes, le montant versé à chaque échéance (intérêts + capital remboursé) est constant. En revanche, la répartition entre intérêts et capital remboursé évolue au cours du temps.

Toutefois, une entreprise peut parfois négocier un différé de remboursement allant de quelques mois à deux ans. Il s'agit d'une période pendant laquelle aucun remboursement de capital n'est effectué. Seuls les intérêts sont prélevés à chaque échéance.

⁴⁵ BAZET P. FAUCHER « *finance d'entreprise DCG 6* » éd. Nathan-Paris 2009 – P.317

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

3.2.2.2 *L'emprunt obligataire :*

Contrairement à l'emprunt indivis, l'emprunt obligataire est divisé en fractions égales et réparti auprès de plusieurs créanciers. L'entreprise qui le réalise lève des fonds par le biais de titres de créances (« les obligations ») proposés au public par l'intermédiaire d'une banque qui s'engage à assurer la réussite de l'opération. On appelle d'ailleurs « prise ferme » l'engagement pris par la banque de verser à la société émettrice le montant de l'emprunt moins les frais d'émission.

Les fonds levés correspondent au nombre d'obligations multiplié par le prix d'émission de chaque obligation. Le prix d'émission est ainsi le prix perçu par l'entreprise émettrice et versé par le souscripteur. Le produit brut de l'émission correspond donc au montant obtenu en multipliant le nombre d'obligations par le prix d'émission. Lorsque le prix d'émission d'une obligation correspond à son montant nominal, on dit que l'émission est réalisée au pair, mais l'émission peut être effectuée au-dessus ou en dessous du pair. Il en est de même pour le remboursement. La différence entre le prix de remboursement et le prix d'émission est appelée prime d'émission. Cette prime est supportée par la société émettrice.

L'emprunt obligataire est généralement remboursable in fine à l'issue d'une période fixée. Certains suivent parfois des modalités de remboursement par tranches égales et plus rarement par annuités constantes. Le taux de l'emprunt obligataire peut être fixe, variable, révisable, etc.⁴⁶

3.2.2.3 *Le crédit-bail :*

Le crédit-bail (ou leasing) ou location-Financement est un accord contractuel entre un locataire et un bailleur. Le contrat stipule que le locataire a le droit d'utiliser un actif moyennant des paiements périodiques au bailleur qui demeure le propriétaire de l'actif. Le bailleur soit le fabricant de l'actif, soit une société de crédit-bail indépendant. Si le bailleur est une société de crédit-bail indépendant, il doit acheter l'actif auprès d'un fabricant ensuite, le bailleur livre l'actif au locataire et le crédit-bail entre en application⁴⁷.

Ce contrat, est simultanément un procédé d'investissement et de financement utilisé par les entreprises, par les sociétés spécialisées à la demande d'une entreprise. Une entreprise, propriétaire d'un bien, le vend à une société de crédit-bail. cette dernière le loue à l'entreprise selon les modalités d'un contrat de crédit-bail, c'est-à-dire avec option d'achat. L'objectif est d'initier

⁴⁶ BAZET.J, FAUCHER.P « *finance d'entreprise DCG 6* » éd. Nathan-Paris 2009 – P.322

⁴⁷ ROSS.S. A, WESTRFIELD.R.W. JAFFE.J. F, « *Finance corporate* », Edition DUNOND, Paris, 2005, P.487

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

un investissement grâce à la levée de fonds dont la rentabilité soit supérieure au taux de revient du contrat de crédit-bail. Au terme de cette location le locataire peut opter entre :

- La restitution du bien au bailleur ;
- Le renouvellement de la location ;
- L'achat à une valeur de rachat prédéterminée dans le contrat.

Le crédit-bail s'analysant comme l'un des moyens de financement des projets de l'entreprise, il conviendra de le retraiter tant au niveau du bilan qu'à celui du compte de résultat.

3.3 L'effet des modes de financement sur la valeur de l'entreprise :

Le choix du mode de financement et de la structure financière de l'entreprise est l'une des principales décisions financières de l'entreprise. Avoir une structure financière optimale peut améliorer la performance de l'entreprise. Le choix d'une structure financière peut affecter, de façon positive ou négative la rentabilité et, par conséquent, la valeur de l'entreprise. Elle est alors amenée à déterminer la structure optimale qui minimise le coût du capital et maximise sa valeur.

Nous allons, nous étaler dans cette partie sur les effets des fonds propres et de la dette sur la valeur de l'entreprise.

3.3.1 Effets des fonds propres :

Les fonds possèdent un rôle important dans l'entreprise, Il existe une multitude d'effet positif des fonds propres sur la valeur de l'entreprise. Cependant, il existe aussi des effets négatifs.

A- Les effets positifs :

- Le niveau des fonds propres dans le capital de la société est très important car il permet d'assurer la pérennité de l'entreprise en contribuant à la couverture des risques de l'activité. Les fonds propres offrent aussi une grande capacité d'endettement lorsque le besoin de se financer par des ressources externes se présente car plus la part des fonds propres est importante dans le capital de la société plus elle dispose des capacités de remboursement et donc améliorer la qualité des relations avec les établissements

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

financiers, les fournisseurs avec qui l'entreprise effectue des achats à crédit : c'est un élément de confiance.⁴⁸

- Le financement par des fonds propres est un levier de rentabilité car l'entreprise pour assurer sa survie et son développement, est contrainte de réaliser des rendements supérieurs à la rentabilité exigée par les apporteurs de fonds.
- Le financement par fonds propres a moins de risque que le financement par emprunt bancaire par ce qu'il n'y a aucun prêt à rembourser.

B- Les effets négatifs :

- La perte de contrôle de la société par les anciens associés. Les entreprises qui procèdent à une augmentation de leur capital seront dans obligation de partager certaines informations financières en vue du respect de la loi et de la réglementation
- Les actionnaires exigent un retour sur investissement élevé qui contraint souvent les dirigeants à créer des valeurs importantes pour assurer la rentabilité de ces fonds. Ce qui fait que, plus ces coûts sont élevés moins les conditions de création de valeurs par les managers sont favorables.
- Jensen et Meckling (1976) définissent la firme comme un nœud de contrat regroupant des individus ayant des intérêts et d'objectifs divergents. De ce fait, les dirigeants qui sont censés maximiser la valeur de l'entreprise et celle des actionnaires, cherchent à maximiser leur propre fonction d'utilité. Pour éviter cela, l'entreprise engage des coûts supplémentaires pour le contrôle et la surveillance de ces derniers, ce qui est source de diminution de valeur.

3.3.2 Effets de l'endettement :

Le financement provenant des créanciers peut impacter la valeur de l'entreprise mais génère aussi des coûts qui conduisent souvent l'entreprise à la faillite. Beaver (1966) puis Altman (1968) ont démontré que l'endettement joue un rôle considérable dans la défaillance et la destruction de valeur des entreprises. Toutefois, les effets positifs de l'endettement sur la valeur de l'entreprise sont nombreux et variés.

⁴⁸ MYERS.C.S. « *the capital structure puzzle* », journal of finance, 39, n°3 1984, P.575

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

A- Les effets positifs :

- L'endettement permet à l'entreprise de poursuivre la politique de financement mis en place lorsque l'autofinancement est insuffisant.
- Modigliani et Miller en 1963, ont démontré, qu'en tenant compte, de l'impôt sur les sociétés et de la non neutralité de la structure financière, qu'il existe un impact positif de cette dernière sur la valeur de l'entreprise. En effet, la dette permet de bénéficier d'un avantage fiscal lié à la déductibilité des charges financières réduisant le montant du bénéfice imposable.
- L'endettement à un pouvoir d'incitation à la performance, plus une entreprise est endettée, plus le risque de faillite est grand. Or pour les dirigeants, la faillite signifie généralement la perte de leur emploi, de leurs rémunérations, et de leurs avantages en nature. Ils sont donc conduits à maximiser les profits et la valeur de la firme⁴⁹.

B- Les effets négatifs :

- En présence d'impôt sur les sociétés, la valeur de l'entreprise s'accroît dans un premier temps sous l'effet des économies d'impôt entraîné par la déductibilité des intérêts pour ensuite diminuer quand ses gains sont compensés par le coût de faillite. En effet, un endettement excessif engendre un accroissement du risque de défaut de remboursement de l'entreprise à l'égard de ses créanciers.
- Si les dirigeants craignent de ne pas voir leurs contrats honorés, ils vont chercher à mieux se couvrir. Ce qui peut amplifier les difficultés de l'entreprise. Même chose pour les créanciers, s'ils ne se sentent pas garantis, ils vont retirer leur confiance à l'entreprise. Cela se traduira par des garanties plus importantes, soit par un rationnement partiel ou total du crédit.
- L'endettement excessif peut également générer des conflits entre les actionnaires et les obligataires. Dans une situation où une entreprise est sur le point de faire faillite, il y'a de fortes probabilités que, dans un avenir proche, la valeur de l'entreprise soit abandonnée aux obligataires⁵⁰.

⁴⁹ . HIRIGOYEN. G, JOBARD.J. P, « Financement de l'entreprise : évolution récente et perspectives nouvelles », Economica, Paris, 1997 P.67

⁵⁰ BARHROUJ.T « *l'endettement et la valeur de l'entreprise* » mémoire de master, ENCG Maroc, 2014, P.13.

Chapitre 2 : Evaluation de l'entreprise et coût du capital.

- L'augmentation de l'endettement constituerait un bon signal sur la qualité de l'entreprise et de ses investissements. Ce signal permet aux différents concurrents de l'entreprise de se faire une idée sur sa situation financière et sa potentielle politique de croissance mais aussi de mieux savoir comment la faire face. Donc dans de pareille situations, le signal envoyé par l'entreprise au marché peut être un élément destructeur de valeur. Tous ces éléments peuvent alors engendrer un cycle infernal qui se traduira par une baisse de la performance et au-delà par une faillite et une destruction de valeur de l'entreprise.

A travers ceci, nous arrivons à la fin de ce chapitre, où nous avons expliqué et montré les concepts de valeur d'entreprise, du coût du capital ainsi que du choix du mode de financement optimale pour l'entreprise.

Dans le cadre de la décision de financement, l'entreprise est amenée à utiliser une combinaison de ressources financières, c'est-à-dire, entre financement internes et externes.

Cependant, et comme nous l'avons cité, les ressources financières dont dispose l'entreprise, ne sont pas gratuites. Fonds propres ou dettes, elle est tenue de rémunérer chacun de ces modes de financement, et supporte de ce fait des coûts, dit, coût du capital. Ce dernier constitue un facteur-clé dans les décisions des entreprises.

Ainsi, le choix de financement entre fonds propres ou dettes a un impact considérable sur la valeur de l'entreprise. Cette dernière doit choisir entre ces deux ressources car chacune d'elle présente des effets positifs comme négatifs sur la valeur. Ainsi, le recours accru à l'endettement engendre des coûts élevés qui peuvent affecter la capacité de remboursement et peut même conduire l'entreprise à la faillite. Il en est de même pour les fonds propres car leur coût est proportionnel au risque que subissent les actionnaires.

De ce fait, l'entreprise est aujourd'hui amenée à déterminer la structure optimale qui minimise le coût du capital et maximise sa valeur. Ainsi, avant tout projet d'investissement l'entreprise doit établir une bonne politique de financement, en adaptant une structure financière optimale. Néanmoins, selon la théorie des marchés en équilibre, et en l'absence de distorsions fiscales, l'existence d'une structure financière optimale, est remise en cause.

Par ailleurs, nous avons jugé nécessaire de donner une touche empirique pour notre travail, et ce, via une illustration des développements théoriques des deux précédents chapitres

**Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-
industries comme illustration des
développements théoriques**

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

Introduction du chapitre 3 :

Emmanuel Kant : « *La théorie sans la pratique est inutile, la pratique sans la théorie est aveugle* ».

Après avoir présenté les bases de la structure financière et son impact sur la valeur de l'entreprise à travers les différentes approches et indicateurs et afin de ne pas rester limité à notre étude sur le seul côté théorique, nous allons essayer de faire une illustration de ces développements théoriques. Pour cela, nous avons choisi le cas de l'entreprise « ELECTRO-INDUSTRIES, Azazga ».

Cette illustration empirique, sera basée sur une étude des documents mis à notre disposition par l'entreprise, en l'occurrence le bilan et le TCR, des années 2016, 2017 et 2018, ce qui nous permettra par la suite, d'établir un lien entre la structure financière et la valeur de l'entreprise.

A travers ce chapitre, nous ferons part de la présentation de l'EPE/SPA ELECTRO-INDUSTRIES, dans la première section.

Dans la deuxième section, nous analyserons à partir du bilan, la structure financière de l'EPE/SPA électro-industries durant la période 2017-2019, en analysant l'évolution des bilans en grandes masses et en étudiant son équilibre à partir des indicateurs d'équilibres financiers.

La troisième section, fera l'objet d'analyse de la valeur de l'entreprise et de l'impact des choix entre fonds propres et dette, à partir des indicateurs de performance.

Et pour conclure, nous terminerons par souligner les limites constatées ainsi que les recommandations nécessaires pour atteindre une bonne structure.

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

Section 1 : Présentation et organisation de l'EPE/SPA ELECTRO INDUSTRIES :

Dans cette section, nous allons faire la présentation générale de l'entreprise Electro-industries, son historique et son organisation.

1.1 Historique de l'électro-industrie :

L'entreprise a été créée sous sa forme actuelle en janvier 1999, après la scission de l'entreprise mère ENEL (Entreprise Nationale des Industries Electroniques).

L'usine a été réalisée dans le cadre d'un contrat produit en main avec des partenaires ALLEMANDS, en l'occurrence, SIMENS pour les moteurs et groupe électrogène, TRAFOUNION pour les transformateurs et FRITZ WERNER pour l'engineering de la construction.

SONELEC a signé en 1971 une convention qui comporte la réalisation d'un complexe à Tizi-Ouzou de 03 unités de production dans le matériel électrique industriel (MEI).

En raison de l'extension des besoins du marché et de la nécessité d'accroître l'autonomie de la production nationale, il a été convenu d'augmenter le programme de production ainsi que le taux d'intégration. A cet effet, une convention « produit en main » a été signée en 1985 pour la réalisation du complexe à glissement de planning de réalisation des travaux de génie-civil qui ont été confiés aux entreprises Algériennes. Ainsi la mise en exploitation du complexe qui a commencé fin 1984. Les conséquences de ce glissement de planning sont la réalisation ainsi que l'augmentation des frais de projets après la restructuration de SONELE. Sur ce, le complexe MEI est composé de sept filiales que comptait l'ENEL.

Le complexe est considéré comme la filiale la plus important. Il réalise la grande partie du chiffre d'affaires de l'ENEL. L'actuel ELECTRO-INDUSTRIES a vu le jour en 1999, comme une EPE autonome après la cession de l'entreprise mère ENEL.

1.2 Présentation de l'entreprise EI :

La fiche de présentation de l'organisme 2020, est utilisée comme un outil d'aide pour nos informations citées au-dessous. L'Electro-Industrie est spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation de matériels électriques industriels : transformateurs de

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

distribution, moteurs et alternateurs. Elle est la principale dans le domaine de l'industrie électrotechnique issue de la restructuration de SONELEC.

Electro-Industries est une entreprise publique de production de matériels électriques industriels. Elle a été créée sous sa forme actuelle en fin d'année 1998 ; après la scission de l'entreprise mère ENEL (Entreprise nationale des Industries Electrotechniques). Cette dernière a été créée en 1983 et réalisée dans le cadre d'un contrat produit en main avec des partenaires allemands. ENEL est également dotée d'un équipement adéquat qui offre au secteur industriel d'importantes capacités de sous-traitance. En matière de transformateurs, le principal client d'Electro- Industries est SONELGAZ en plus de divers clients qui activent dans le secteur de l'électricité.

1.2.1 Statut juridique et capital social :

Electro-Industries est à la fois une entreprise publique économique (EPE) et une société par action (SPA) au capital social de quatre milliards sept cent cinquante-trois millions de dinars algériens (4.753.000.000 DA) détenus à 100% par le groupe ELEC EL DJAZAIR pour le compte de l'ETAT.

1.2.2 Localisation et superficie :

Electro-Industries est implanté dans une zone agricole de 39.5 hectares, située sur la route nationale n°12, distance de 30KM du chef-lieu de la wilaya de Tizi-Ouzou et de 08KM du chef-lieu de la daïra d'Azazga.

1.2.3 Effectifs par catégorie socioprofessionnelle :

Tableau N° 06 : effectif par catégorie de l'année 2016.

CSE	CADRE	MAITRISE	EXECUTION
NOMBRE	217 agents soit 25% de l'effectif global.	329 agents soit 38% de l'effectif global.	321 agents soit 37% de l'effectif global.

Source : document interne de l'entreprise

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

1.2.4 La présentation des unités de l'EI et leur activité :

La loi (88/01) de l'orientation sur les EPE du 13/01/1988, adopte plusieurs règles de création des EPE, elle utilise deux critères propres au concept d'entreprise publique, en l'occurrence le critère organique, et le matériel. Elle institue deux formes juridiques pour l'EPE :

- Les sociétés par action (EPE/SPA).
- Les Sociétés à Responsabilité limitée (S.A.R.L).

Electro-Industries est une société par action au capital social de 4.753.000,000DA.

Elle est spécialisée dans la fabrication des transformateurs de distributions, moteurs électriques et groupes électrogènes. A cet effet, Electro- Industries est composée de trois (03) unités, toutes situées sur un même site :

- **Unité de fabrication des transformateurs de distribution MT (Moyenne Tension) /BT (Basse Tension) :**

C'est une unité de production et de commercialisation des transformateurs électriques de distribution.

- **Unité de fabrication de moteurs électriques et montage des génératrices :**

Cette unité occupe la grande surface dans l'entreprise, sa mission est de produire et commercialiser des biens marchands et réaliser des investissements.

- **Unité prestations techniques :**

C'est une unité qui est dotée des moyens pour la fabrication des outils de découpage, d'usinage, de moulage sous pression, de traitement thermique...etc. Elle est chargée de trois activités :

- La maintenance des machines de production.
- La préparation technique.
- La réalisation des pièces des machines de production.

Par ailleurs, les produits fabriqués par Electro- Industries sont conformes aux recommandations CEI et aux normes Allemandes DIN/VDE.

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

La production actuelle d'Electro- Industries est écoulee sur le marche Algérien et genere un chiffre d'affaires de 1,8 Milliards de Dinars.

La capacite de production des transformateurs de l'entreprise couvre les besoins du marche à 70% environ. Les ventes des moteurs representent 30% environ de la capacite de production.

Il est à signaler qu'Electro- Industries est le seul fabricant de ces produits en Algérie. L'Entreprise emploie un effectif de 867 travailleurs dont 25% de cadres, 38% de maîtrise et 37% d'exécution.

En matiere de qualite, Electro- Industries dispose de ses propres laboratoires d'essais et mesures de ses produits ainsi pour le controle des principaux materiaux utilises dans sa fabrication.

1.3 L'Electro-industries sur le marche national et international :

L'EI dispose de plusieurs clients et fournisseurs potentiels nationaux qui lui permettent de gerer ses activites commerciales, mais aussi internationales.

Toutefois, l'entreprise devra aussi faire face à d'autres concurrents dans le même marche et le même secteur.

Ainsi, les clients de l'entreprise sont :

- SONELGAZ, KAHRIF, et leur filiale pour le transformateur.
- POVAL, ERIAD, ENNTP, divers operateurs publics et privés ainsi que les particuliers pour le produit Moteur.

En ce qui concerne, les fournisseurs potentiels étrangers, ils sont comme suit :

Tableau N°07 : Les fournisseurs étrangers.

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

FOURNISSEURS	Pays
WELMAC	Belgique
FITZ	Colombie
WERNER	Allemagne
SOFILEC	France
OTTO WOLF	Allemagne
CENTROZAP	France
PROCELIS	France
NYNAS	France
DELIGNIT	Allemagne
TREMASA	Maroc
MATELEC	Liban
ARIMEKS	France

Source : document interne de l'entreprise

Pour ce qui est des concurrents, nous trouvons des concurrents dans la gamme des moteurs et des transformateurs.

Tableau 08 : Les concurrents Moteurs.

CONCURRENTS	Pays
SIEMENS	Allemagne
LEROY SOMMER	France
EFFACEC	Portugal

Source : document interne de l'entreprise.

Tableau 09 : Les concurrents transformateurs.

CONCURRENTS	Pays
MINEL	Yougoslavie
SIEMENS	Allemagne
TRAFO-UNION	Allemagne
ALSTHOM	France
FRANCE-TRANSFO	France
POWER	Belgique
EFFACEC	Portugal

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

Source : Document interne de l'entreprise

1.4 L'organisation de l'entreprise Electro-Industries :

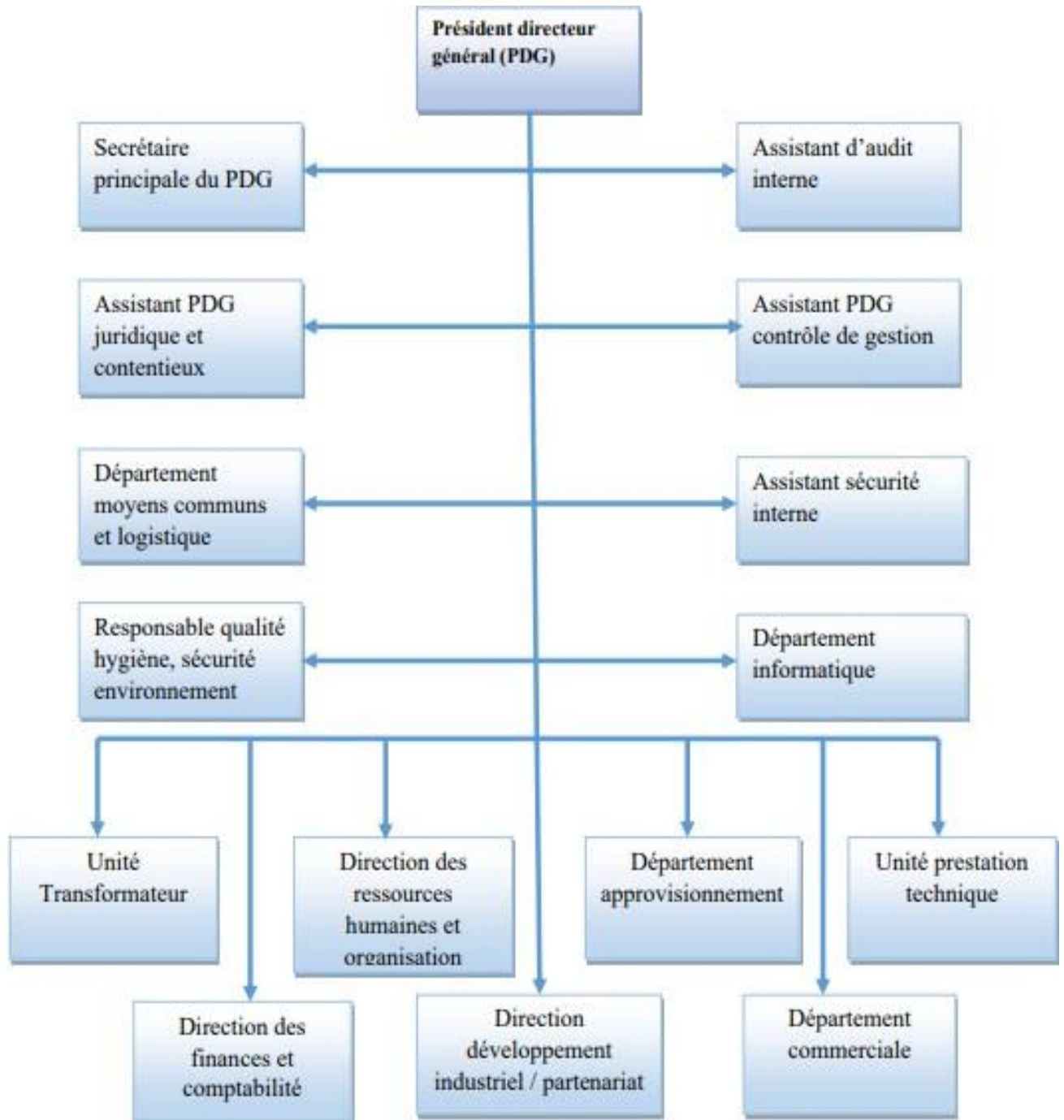
L'entreprise est organisée en structure fonctionnelle et opérationnelle afin de garder une flexibilité importante pour répondre au mieux à la fluctuation de l'environnement. Elle comporte une direction générale composée de 08 directions qui sont les suivantes :

- Une Direction Commerciale et Marketing (DCM).
- Une Direction des Ressources Humaines et Organisation (DRHO).
- Une Direction Finances et Comptabilité (DFC).
- Une Direction Achat et Approvisionnements (DAA).
- Une Direction Développement Industriel et Partenariat (DDIP).
- Une unité « transformateurs » (UTR).
- Une Unité Moteurs Electriques (UME).
- Une Unité Prestations Technique (UPT).

L'organisation des directions dans l'entreprise est retracée par l'organigramme suivant :

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

Figure N°02 : Organigramme générale de l'entreprise Electro-Industries



Source : Documents internes de l'entreprise.

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

Section 2 : analyse de la structure financière de l'électro-industrie.

Pour obtenir la meilleure image de la structure financière d'une entreprise, on utilise le bilan. Il nous servira pour étudier la structure financière du fait qu'il fournit la balance comptable des ressources et emplois.

Par surcroît, nous analyserons dans cette section, la structure financière de l'EPE/SPA électro-industries durant la période 2016-2018, et ce, à partir des bilans qui nous ont été fourni par l'entreprise en question durant la période de stage.

En outre, nous analyserons aussi, l'évolution des bilans en grandes masses et l'étude de son équilibre à partir des indicateurs d'équilibres financiers.

2.1 Présentation des bilans financiers :

Le bilan financier est un document comptable sur lequel l'actif et le passif de l'entreprise sont mis en évidence. Il est établi à partir des informations contenues dans le bilan comptable. Le bilan financier est notamment exigé par les financeurs et les partenaires créanciers de l'entreprise au moment d'apporter leurs financements. Il permet en effet de déterminer la solvabilité et la capacité de remboursement.

2.1.1 Présentation des emplois du bilan :

Le tableau ci-après représente la partie « emplois » des bilans financiers de l'entreprise Electro-industries durant la période 2016-2018.

Il est déduit à partir des bilans comptables des mêmes exercices.

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

Tableau N°10 : Bilans financiers « partie emplois » des exercices « 2016 à 2018 »

EMPLOIS			
	2016	2017	2018
<i>Valeurs immobilisés (VI)</i>			
Immob- incorporelles	4 536 640	7 420 006	5 459 850
Immob-corporelles	1 956 639 733	1 830 600 576	1 704 407 720
Immob- en cours	1 110 126	4 737 501	12 626 954
Immob-financière	2 000 000 000	1 450 000 000	2 080 300 000
Impôts différés actif	43 783 727	46 218 738	57 183 012
TOTAL VI	4 006 070 226	3 338 976 821	3 859 977 536
<i>Valeurs d'exploitation (VE)</i>			
Stocks et encours	2 718 023 376	2 832 773 595	2 640 970 698
TOTAL VE	2 718 023 376	2 832 773 595	2 640 970 698
<i>Valeurs réalisables (VR)</i>			
Clients	513 872 272	882 427 550	1 288 891 362
Autres débiteurs	347 357 506	352 332 582	35 247 196
Impôts assimilés	105 976 466	12 008 479	18 230 439
TOTAL VR	967 206 244	1 246 768 611	1 342 368 997
<i>Valeurs disponibles (VD)</i>			
Trésorerie	193 285 335	628 912 121	763 096 615
TOTAL VD	193 285 335	628 912 121	763 096 615
TOTAL EMPLOIS	7 884 585 181	8 047 431 148	8 606 413 846

Source : réalisé par nous-mêmes à partir des bilans comptables des exercices 2016 à 2018

C'est à partir des bilans comptables que nous avons abouti à ces bilans financiers. Donc pour déterminer l'évolution de la structure financière (les emplois) de l'EPE/SPA Electro industries, nous allons faire ressortir les grandes masses des bilans financiers des exercices 2016 à 2018 à partir de ce tableau.

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

Le bilan financier en grandes masses donne la proportion de chaque masse composant le patrimoine de l'entreprise. Il fait ressortir à cet effet chaque masse du bilan financier qui montre à la fois la composition des emplois et l'origine des ressources de celle-ci.

Tableau N°11 : Bilans financiers en grandes masses de la partie emplois des exercices 2016-2018.

EMPLOIS						
	2016	%	2017	%	2018	%
VI	4 006 070 226	50.81%	3 338 976 821	41.49%	3 859 977 536	44.85%
VE	2 718 023 376	34.47%	2 832 773 595	35.20%	2 640 970 698	30.68%
VR	967 206 244	12.27%	1 246 768 611	15.50%	1 342 368 997	15.60%
VD	193 285 335	02.45%	628 912 121	07.81%	763 096 615	08.87%
TOTAL EMPLOIS	7 884 585 181	100%	8 047 431 148	100%	8 606 413 846	100%

Source : Réalisé par nous-mêmes à partir du tableau N°10

Après l'élaboration du bilan ci-dessus nous allons étudier l'évolution des éléments des emplois durant les exercices 2016 à 2018 à travers le tableau et le graphe ci-dessous.

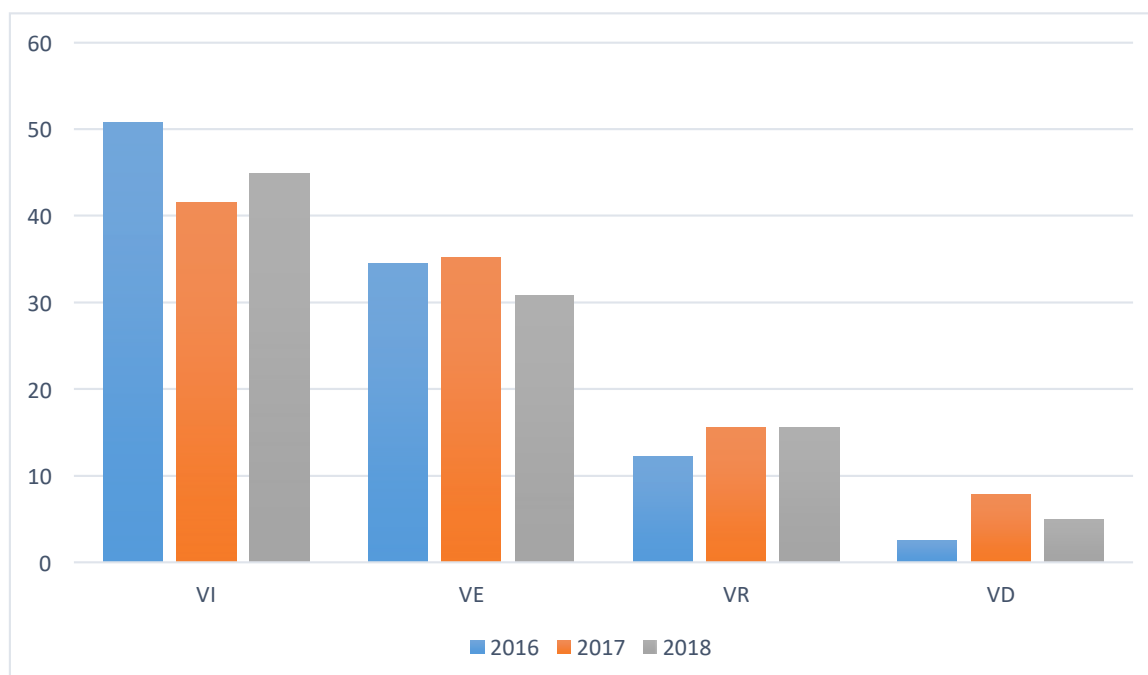
Tableau N° 12 : Evolution de la partie emplois des exercices 2016 à 2018.

EMPLOIS					
	2016	2017	2017-2016	2018	2018-2017
VI	50.81%	41.49%	- 9.32%	44.85%	+ 3.36%
VE	34.47%	35.20	+ 0.73%	30.68%	- 4.52%
VR	12.27%	15.50	+ 3.23	15.60%	+ 0.1%
VD	02.45%	07.81	+ 5.36	08.87%	+ 1.06%
TOTAL	100%	100%		100%	

Source : Réalisé par nous-mêmes à partir du tableau N°10

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

Graphe N° 02: Evolution des éléments de la partie emplois des bilans financiers :



Source : réalisé par nous-mêmes

2.1.2 Interprétations :

Pour élucider l'évolution des éléments de la partie emplois du bilan, nous procéderons à l'interprétation des grandes masses et de son évolution.

2.1.2.1 Les valeurs immobilisées (VI) :

Nous constatons une diminution de la part des valeurs immobilisées qui est passé de 50,81% en 2016 à 41,49% en 2017, soit environ une baisse de 9,31% due probablement à la baisse d'une partie des immobilisations corporelles et financières.

En 2017, l'entreprise est en situation de sous-investissement car les VI des années 2016 et 2017 sont inférieure à 50% ce qui probablement dû au :

- vieillissement des équipements de production ;
- ralentissement de réalisation du plan du développement de l'entreprise ;
- remboursement en 2017 d'un dépôt à terme placé au niveau de la BDL.

En 2018 il y'a une hausse de 3.36%% par rapport à 2018. Cette augmentation est due au rétablissement des immobilisations financières.

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

2.1.2.2 Les valeurs d'exploitation (VE) :

En raison d'une mauvaise rotation des débouchés, du fait que l'entreprise trouve une difficulté à écouler ses stocks, nous constatons en 2017 une petite augmentation des stocks et encours de 0.7%. Toutefois, l'entreprise a vite réglé ce problème en 2018, ce qui exprime la baisse de 4.52%.

2.1.2.3 Les valeurs réalisables (VR) :

Les valeurs réalisables enregistrent une augmentation de 3.23 % en 2017 par rapport à 2016, cependant une légère baisse de 0.1% est constatée en 2018 par rapport à 2017.

2.1.2.4 Les valeurs disponibles (VD) :

Lors de la période 2017-2018, nous constatons une évolution de 5,36% et de 1,06% respectives des valeurs réalisables, en raison d'un versement anticipé d'un dépôt à terme.

2.1.3 Présentation des ressources du bilan :

A travers le tableau ci-dessous, nous présenterons la partie ressources de l'entreprise Electro-industries des années 2016, 2017, 2018.

Tableau N° 13: Bilans financiers « partie ressources » des exercices « 2016 à 2018 »

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

Ressources			
	2016	2017	2018
Capitaux propres CP			
Capital émis	4 753 000 000	4 753 000 000	4 753 000 000
Primes et réserves	2 096 008 845	2 142 566 326	2 172 287 438
Résultat net	147 787 481	180 376 112	65 607 186
TOTAL CP	6 996 796 326	7 075 942 438	6 990 894 625
Dettes à long moyen terme (DLMT)			
Emprunts et dettes financière	310 540 159	323 412 900	350 124 158
Autres dettes non courantes			472 675 000
Prov. et ppts const. d'avance	219 949 905	226 607 484	255 220 692
TOTAL DLMT	530 490 064	550 020 384	1 078 019 850
Dettes cours terme DCT			
Fournisseur et comptes rattachés	240 925 935	257 099 125	390 278 493
Impôts	1 753 114	37 793 252	26 069 172
Autres dettes	114 619 744	126 575 961	121 151 710
TOTAL DCT	357 298 793	421 468 328	537 499 375
TOTAL GENERAL PASSIF	7 884 585 184	8 047 431 151	8 606 413 851

Source : Réalisé par nous-mêmes à partir des bilans

Par conséquent, nous allons faire ressortir les grandes masses de l'entreprise, à partir des bilans financiers.

Tableau N°14 : Bilans financiers en grandes masses de la partie ressources des exercices 2016-2018.

Ressources						
	2016	%	2017	%	2018	%
CP	6 996 796 326	88.74	7 075 942 438	87.92%	6 990 894 625	81.23%
DLMT	530 490 064	06.73	550 020 384	6.83%	1 078 019 850	12.53
DCT	357 298 793	04.53	421 468 328	5.23%	537 499 375	6.24
TOTAL	7 884 585 183	100%	8 047 431 150	100%	8 606 413 850	100%

Source : Réalisé par nous-mêmes à partir du tableau N°13

Après l'élaboration du bilan ci-dessus nous allons étudier l'évolution des éléments des emplois durant les exercices 2016 à 2018 à travers le tableau et le graphe ci-dessous.

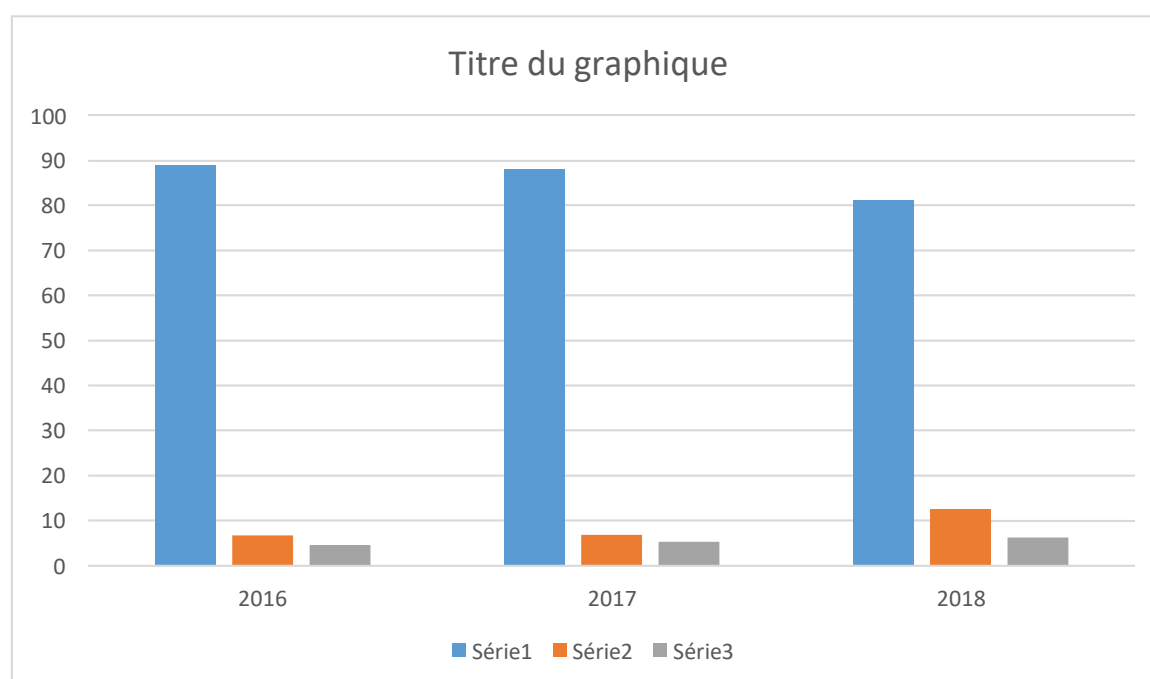
Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

Tableau N° 15: Evolution de la partie ressources des exercices 2016 à 2018.

	2016	2017	2017-2016	2018	2018-2017
CP	88.74%	87.92%	- 0.82	81.23%	- 6.69%
DLMT	06.73%	6.83%	+ 0.10	12.53%	+ 5.7%
DCT	04.53%	5.23%	+ 0.7	6.24%	+ 1.01%
TOTAL	100%	100%		100%	

Source : Réalisé par nous-mêmes à partir du tableau N°13

Graphe N° 03 : Evolution des éléments de la partie ressources des bilans financiers :



Source : Réalisé par nous-mêmes à partir du tableau N°13

2.1.4 Interprétations :

Pour élucider l'évolution des éléments de la partie emplois du bilan, nous procéderons à l'interprétation des grandes masses et de son évolution.

2.1.4.1 Les capitaux propres (CP) :

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

Les capitaux propres représentent plus de 80% des ressources de l'entreprise durant les trois années consécutives, ce qui signifie qu'elle est indépendante financièrement. Autrement-dit, en situation de surcapitalisation.

2.1.4.2 Les Dettes à Long et Moyen Terme (DLMT) et les Dettes à Court Terme (DCT) :

Durant les années 2016,2017 ; les Dettes à Long et Moyen Terme et Dettes à Court Terme, ne sont pas très importantes dans la structure financière de l'entreprise avec des taux qui ne dépassent pas les 6%. Ces dernières sont restés stables durant cette période, ce qui signifie que, l'entreprise, ne s'intéressent pas à ce type de financement, du moins pour cette période.

En 2018, nous constatons, une augmentation respective de 5.7% et 1.01% pour les DLMT et DCT. L'entreprise commence alors à s'intéresser au financement par endettement, et supporte ainsi plus de charges financières.

Ces charges sont liées au crédit bancaire octroyé à l'entreprise pour financer son plan de développement

Ainsi, après avoir analysé la structure financière de l'entreprise Electro-industries, nous pouvons dire que les capitaux propres sont les principales sources de financement de l'entreprise. Contrairement aux dettes, qui ne sont pas trop privilégiés. De ce fait, les dirigeants de cette entreprise, adoptent une politique financière un peu semblable à la théorie du Pecking-order que nous avons vu lors des précédents chapitres.

Cette stratégie, est avantageuse pour l'entreprise car elle n'a aucun remboursement à effectuer. Il s'agit donc d'un choix plus sûr que l'emprunt, compte tenu du risque de faillite.

Cependant, malgré que l'entreprise privilège les fonds propres, cela ne veut en aucun cas dire qu'elle n'utilise pas l'endettement (à un pourcentage très bas par rapport aux capitaux propres). Par conséquent, nous pouvons dire que l'autofinancement et l'endettement sont les deux sources de financement de l'entreprise.

Ainsi, nous analyserons la structure financière de l'entreprise par les méthodes des équilibres financiers, afin déterminer sa capacité à faire face à ses besoins.

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

2.2 Analyse de la structure financière à travers les équilibres financiers :

Après avoir élaboré le bilan financier détaillé et en grandes masses, nous procédons au calcul des indicateurs financiers de l'entreprise et à l'analyse des ratios de structure financière.

2.2.1 Calcul des indicateurs financiers de l'entreprise :

Dans cette partie, nous analyserons la structure à partir des indicateurs financiers, dans le but, de voir si l'entreprise est capable de faire face à ses besoins d'exploitation. Nous allons calculer :

- Le Fonds de Roulement Net Global (FRNG) ;
- Le besoin en fonds de Roulement (BFR) ;
- La Trésorerie Nette (TN).

2.2.1.1 Le Fonds de Roulement Net Global (FRNG) :

Le fonds de roulement est une notion comptable qui mesure les ressources dont l'entreprise dispose à moyen et long terme pour financer son exploitation courante. Il fait référence à l'équilibre financier à long terme. Il est souvent appelé Fonds de Roulement Net Global.

Il est calculé comme suit :

$$\text{Fonds de Roulement Net Global} = (\text{Capitaux propres} + \text{DLMT}) - \text{VI}$$

Ainsi, en se référant aux bilans financiers de l'entreprise électro- industries, et à travers les différents tableaux ci-dessus, le FRNG de l'entreprise est :

En 2016 :

$$\text{Capitaux propres} = 6\,996\,796\,326$$

$$\text{DLMT} = 530\,490\,064$$

$$\text{VI} = 4\,006\,070\,226$$

Donc :

$$\text{FRNG} = (6\,996\,796\,326 + 530\,490\,064) - 4\,006\,070\,226$$

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

$$\text{FRNG} = 3\ 521\ 216\ 164$$

En 2017 :

$$\text{Capitaux propres} = 7\ 075\ 942\ 438$$

$$\text{DLMT} = 550\ 020\ 384$$

$$\text{VI} = 3\ 338\ 976\ 821$$

Donc :

$$\text{FRNG} = (7\ 075\ 942\ 438 + 550\ 020\ 384) - 3\ 338\ 976\ 821$$

$$\text{FRNG} = 4\ 286\ 986\ 001$$

En 2018 :

$$\text{Capitaux propres} = 6\ 990\ 894\ 625$$

$$\text{DLMT} = 1\ 078\ 019\ 850$$

$$\text{VI} = 3\ 859\ 977\ 536$$

Donc :

$$\text{FRNG} = (6\ 990\ 894\ 625 + 1\ 078\ 019\ 850) - 3\ 859\ 977\ 536$$

$$\text{FRNG} = 4\ 208\ 936\ 939$$

D'après les résultats obtenus, nous remarquons que le fonds de roulement net global est positif pour les trois années de référence,

Durant les trois années le FRNG est positif, cela signifie que, les ressources stables financent la totalité des emplois durables. Donc, l'entreprise a réalisé un équilibre financier à long et à moyen terme.

2.2.1.2 Besoin en Fonds de Roulement (BFR) :

Il correspond à l'argent dont l'entreprise a besoin en permanence pour financer son exploitation. C'est-à-dire, à l'équilibre financier à court terme.

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

Il se mesure comme suit :

$$\mathbf{BFR = actif circulant - passif courant}$$

Ainsi, en se référant aux bilans financiers de l'entreprise électro- industries, le BFR de l'entreprise est :

En 2016 :

Actif circulant = 3 685 22 9620

Passif courant = 357 298 794

BFR = 3 685 229 620 – 357 298 794

BFR = 3 327 930 826

En 2017 :

Actif circulant = 4 079 542 206

Passif courant = 421 468 329

BFR = 4 079 542 206- 421 468 329

BFR = 3 658 073 877

En 2018 :

Actif circulant = 3 983 339 695

Passif courant = 537 499 375

BFR = 3 983 339 695 - 537 499 375

BFR = 3 445 840 320

Le BFR dégagé est positif, donc les besoins d'exploitation sont supérieurs aux ressources d'exploitation. L'excédent de fonds de roulement peut en être la cause.

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

2.2.1.3 La trésorerie Net :

La trésorerie nette correspond à un indicateur de santé financière de l'entreprise. Elle se calcule comme suit :

$$\text{TN} = \text{FRNG} - \text{BFR}$$

En 2016 :

$$\text{TN} = 193\,285\,338$$

En 2017 :

$$\text{TN} : 628\,912\,124$$

En 2018 :

$$\text{TN} : 763\,096\,619$$

Durant les trois années, nous constatons que la Trésorerie nette est positive. Cela signifie que, l'entreprise est équilibrée à court terme. Le fonds de roulement de l'entreprise est positif, ce qui est suffisant pour assurer les besoins du cycle d'exploitation.

2.2.2 Analyse des ratios de structure financière :

Dans cette partie, nous allons étudier les ratios de la structure financière à partir des éléments des bilans

A- Autonomie financière :

L'autonomie financière d'une entreprise désigne son indépendance vis-à-vis de l'endettement. Plus une entreprise est indépendante des banques, plus sa marge de manœuvre pour contracter de nouveaux emprunts est large.

L'autonomie financière est calculée comme suit :

$$\text{Ratio d'autonomie financière} = \text{Capitaux propres} / \text{Total des dettes}$$

Tableau N°16 : Ratio de l'autonomie financière.

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

Années	2016	2017	2018
Autonomie financière	7.88	7.28	4.33

Source : Fait par nous-même

Le Ratio d'autonomie financière est supérieur à 1 lors des trois années.

Nous pouvons alors dire, que l'entreprise est autonome du moment qu'elle arrive à couvrir ses dettes avec ses propres ressources.

B- Solvabilité :

Le ratio de solvabilité est un pourcentage qui exprime la capacité d'une entreprise à rembourser ses dettes. Le ratio de solvabilité, exprimé en pourcentage, est un indicateur de la santé financière de l'entreprise. Il permet d'estimer sa capacité de remboursement à terme. Ce ratio s'obtient en divisant le total des actifs par la totalité du passif.

$$\text{Solvabilité} = \text{Total actif} / \text{Total dettes}$$

Tableau N°16 : Ratio de solvabilité.

	2016	2017	2018
Solvabilité	8.88	8.28	5.33

Source : Fait par nous-mêmes

Nous constatons que l'actif de l'entreprise couvre largement tous ses engagements externes, ce qui nous permet de conclure que l'entreprise est solvable.

C- Ratio d'endettement :

Le ratio d'endettement est un outil de mesure du niveau d'endettement d'une entreprise, par rapport à ses actifs. Il s'agit, d'un indicateur financier permettant de déterminer la solvabilité d'une entreprise. Il est calculé comme suit :

$$\text{Endettement} = \text{Total des dettes} / \text{Total passif}$$

Tableau N° 17: ratio d'endettement.

	2016	2017	2018
Endettement	11%	12%	18%

Source : Fait par nous-mêmes.

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

Le ratio obtenu est inférieur à 50% pour les trois années d'étude donc l'entreprise ne compte pas sur l'endettement pour se financer.

Cependant, l'entreprise en privilégiant le financement par fonds propres, ne bénéficie pas des avantages de l'endettement, car le recours à l'endettement est intimement lié à la fiscalité, et que les intérêts de la dette peuvent être déduits des résultats de l'entreprise afin de baisser le montant des impôts. Par conséquent, l'entreprise ne bénéficie pas de l'avantage de l'effet de levier, car ce dernier, permet l'utilisation de l'endettement pour augmenter la capacité d'investissement de l'entreprise et augmente, la rentabilité des capitaux propres investis.

Pour conclure, nous pouvons dire, que l'analyse des bilans de l'entreprise électro-industries, nous a permis d'avoir une appréciation générale de sa structure de financement.

Nous avons aussi constaté, que l'entreprise pour son financement préfère l'autofinancement aux autres sources de financement. Aussi, à partir de l'analyse des équilibres financiers, nous avons conclu que l'électro industries dispose de ressources suffisantes pour assurer ses besoins d'exploitation et de faire face à ses besoins de trésorerie immédiate.

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

Section 3 : Analyse de la valeur de l'entreprise EPE/SPA Electro-Industries.

Dans cette section, dans le but de faire le lien entre la structure financière et sa valeur, nous allons mesurer la valeur de l'entreprise à partir des indicateurs de performances que sont la rentabilité économique et financière.

Nous terminerons la section, par illustrer l'impact de la structure financière sur la valeur et la rentabilité de l'entreprise.

3.1 Mesure de la valeur à partir des indicateurs de performances :

Pour déterminer la valeur et la rentabilité de l'entreprise EPE/SPA Electro-Industries, nous avons opté pour les indicateurs suivants : ROA, ROE.

3.1.1 Le ratio de la rentabilité économique ou Return On Assets (ROA) :

Le Return On Assets (ROA) mesure le rapport entre le résultat net (outil permettant de savoir si l'entreprise est bénéficiaire ou déficitaire) et le total des actifs (ensemble des éléments générant des ressources). Sa formule de calcul est :

$$\text{ROA} = \text{Résultat net} / \text{total des actifs}$$

Tableau N°18 : Calcul de la rentabilité économique de 2016, 2017, 2018 :

	2016	2017	2018
Résultat Net	147 787 481	180 376 112	65 607 186
Total des actifs	7 884 585 185	8 047 431 152	8 606 413 851
ROA= Résultat Net / Total des actifs	1.87%	2.24%	0.76%

Source : Fait par nous-mêmes.

En 2016, le ratio de rentabilité économique, est supérieur à 1%, il est passé à 2.24 en 2017, ce qui est satisfaisant et positif.

Nous constatons que la capacité de l'entreprise à dégager un résultat en utilisant l'ensemble de ses moyens est trop inférieure durant l'année 2018. Elle est passée de 2.24% en 2017 à 0.76% en 2018. Cela est justifié par la diminution considérable du résultat net. Ce recul s'explique par la baisse des ventes.

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

3.1.2 Le ratio de la rentabilité financière ou Return On Equity (ROE) :

La rentabilité financière, est le retour sur investissement de l'argent que les actionnaires ont apporté. Cet indicateur ne prend pas en compte l'effet de levier généré par le recours à l'endettement. Il doit être suffisamment élevé pour séduire les investisseurs. Il est calculé de cette manière :

Tableau N° 19 : Calcul de la rentabilité financière (ROE).

	2016	2017	2018
Résultat net	147 787 481	180 376 112	65 607 186
Capitaux propres	6 996 796 326	7 075 942 438	6 990 894 625
ROE= R. net/CP	2.11%	2.55%	0.94%

Source : Fait par nous-mêmes.

Nous constatons une différence positive de 0.44% de la rentabilité financière réalisée par l'entreprise entre 2016 et 2017, avant que celle-ci ne connaisse une baisse de 1.61% entre 2017 et 2018. Cela est justifié par la diminution considérable du résultat net.

Pour mieux comprendre les ratios de rentabilité obtenus ci-dessus, nous analyserons l'impact que peut avoir la structure financière sur la valeur, à travers l'étude de la composition de la structure financière.

3.2 Impact de la structure financière sur la valeur et la rentabilité de l'entreprise :

A travers les résultats obtenus dans les tableau ci-dessus, en particulier celui de la rentabilité financière, nous allons déduire l'impact de la structure financière de l'entreprise sur sa valeur.

La rentabilité financière intéresse plus les apporteurs de capitaux, plus précisément par la rémunération de ce que leur rapporte l'activité dans sa globalité et ce afin de compenser le risque encouru par ces derniers.

Le tableau ci-dessous présente la rentabilité financière et la composition de la structure financière de l'EPE/SPA Electro-Industries. Ainsi que du levier financier qui permet de déterminer le poids de l'endettement financier sur l'entreprise. Ce dernier est calculé comme suit :

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

Levier financier = Dettes financières / fonds propres

Tableau N° 20 : La composition de la structure financière et de la rentabilité financière :

	2016	%	2017	%	2018	%
F.P	6 996 796 326	95.75%	7 075 942 438	95.62%	6 990 894 625	95.23%
Dettes	310 540 159	04.25%	323 412 900	04.38	350 124 158	04.77%
Total capital	7 307 336 485	100%	7 399 355 338	100%	7 341 018 783	100%
Bras du levier		4.3%		4.4%		5%
ROE	2.11%		2.55%		0.94	

Source : Fait par nous-mêmes

Nous constatons que le bras du levier financier de l'Electro-industries n'est pas très important durant les trois années, il ne dépasse même pas les 5%, ce qui signifie que les dettes financières ne représentent pas un apport important dans la structure financière de cette entreprise. La proportion la plus importante se remarque en 2018, en contractant une dette à hauteur de 5%.

Nous remarquons, que la rentabilité des capitaux propres est positive durant toute cette période. Cela signifie que les capitaux engagés par l'entreprise sont rentables.

L'augmentation de la part de l'endettement sur la structure financière, malgré qu'elle n'est pas trop importante mais elle a tout de même permis d'améliorer la rentabilité financière de 0.44% en 2017 par rapport à 2016. Une chute de 1.61% de celle-ci a été constatée en 2018 due à la diminution des Fonds propres.

Cependant, nous pouvons dire que, la rentabilité financière suit de manière linéaire l'endettement. Autrement-dit, plus l'endettement augmente, plus la rentabilité elle aussi augmente et vice versa, ce qui confirme la théorie de Modigliani et Miller de 1958. *Infine*, nous pouvons dire que la structure financière de l'EPE/SPA Electro-Industries impact sa valeur.

Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques

Conclusion au chapitre 3 :

Le non recours à l'endettement de l'EPE/SPA Electro-Industries, n'est pas en sa faveur, car dans le cas contraire la rentabilité de l'entreprise va augmenter. D'autant plus que, l'endettement est attractif puisque le coût de la dette est inférieur au montant des capitaux propres ; et ne prend pas en compte les dettes fiscales, fournisseur et dette sociale. Ainsi, le recours à l'endettement en cas de l'augmentation de capital au sein de l'entreprise indiquera une surévaluation ce qui est un signe d'optimisme.

Par conséquent, l'entreprise ne profite pas de l'avantage de l'effet de levier, car ce dernier permet de gonfler le capital de départ de l'entreprise et de multiplier les gains. Il permet donc de tirer une forte rentabilité des marchés financiers.

Cependant, une notre étude présente une limite. Ainsi, durant l'étude des indicateurs de performance, nous n'avons pas pu calculer certains indicateurs tels que le TSR, le MVA et l'EVA. Cela est dû, à la non -cotations en bourse de l'entreprise.

La non-cotation en bourse de l'EPE/SPA Electro-Industries, est d'une part désavantageuse et d'autre part avantageuses.

Ainsi, le non-recours de l'entreprise au marché boursier ne l'oblige pas à rendre publiques ses informations financières et commerciales ; n'encoure pas de risque d'échec de l'offre, c'est à dire, que les fonds levés soient inférieurs aux attentes ; et ne risque pas de perdre le contrôle en raison de l'augmentation du nombre d'actionnaires.

D'autres part, elle perd la possibilité de faire appel aux marchés pour se financer (émission de nouvelles actions et/ou augmentation de capital, émission d'obligations, etc.), de réaliser des opérations de croissance externe, d'offrir une liquidité à ses actionnaires, mais aussi de renforcer la visibilité de l'entreprise localement et à l'international.

Pour conclure, Compte tenu de la corrélation de l'endettement et de la rentabilité financière, nous pouvons dire qu'après une étude et une analyse développée de la structure financière de l'entreprise, à travers les différents bilans et documents mis à notre disposition par l'entreprise, que la structure financière impacte la valeur de l'entreprise.

Conclusion générale

Conclusion générale

L'objectif de ce présent travail est d'étudier le choix de la structure financière et son impact sur la valeur de l'entreprise. Pour atteindre cet objectif, nous avons présenté, dans un premier temps, les fondements théoriques de la structure financière. Ainsi la structure financière est un ensemble de concepts dans le sens large et étroit.

Ensuite, nous avons expliqué l'évolution de la finance à partir des premiers travaux de Modigliani et Miller jusqu'aux nouvelles théories récentes. Modigliani et Miller (1958) étaient les premiers à traiter ce sujet à travers leur premier article. Ces deux auteurs, ont démontré que dans un marché parfait, la valeur de l'entreprise est indépendante de sa structure financière et concluent que celle-ci dépend uniquement de sa capacité bénéficiaire de ses actifs.

Toutefois, les travaux de Modigliani et Miller ont été remis en cause par pas mal d'auteurs et de spécialiste du domaine. La perfection du marché, a été au centre des débats. Ce qui a poussé les deux auteurs cités ci-dessus, en 1963, d'introduire la fiscalité et le cout du capital.

A travers ces résultats, nous estimons que, la valeur de l'entreprise endettée est plus grande que celle qui ne l'est pas. ; ce qui prouve l'existence d'une structure financière optimale, c'est à dire, à une combinaison de fonds propres et dettes.

Nous avons conclu, le chapitre par l'approche moderne de la théorie financière. Ce nouveau courant qui est apparu dès le début des années 1970, se focalise beaucoup plus, sur les décisions financières et la politique de distribution des dividendes.

La théorie de l'agence et la théorie du signal, sont les deux principales théories qui ont tenté de répondre aux problèmes soulignés par l'imperfection du marché. Cependant, d'autres théories venaient s'ajouter à celles déjà existantes, notamment la théorie de l'ordre hiérarchique.

Dans le deuxième chapitre, nous avons présenté de façon très détaillés l'évaluation de l'entreprise et la création de valeur, ainsi que le coût du capital qui en résulte.

En effet, dans un premier temps, nous nous sommes focalisés sur la valeur qui est aujourd'hui une préoccupation majeure pour les entreprises. La création de valeur permet la croissance. Elle est durablement atteinte lorsque les investissements dégagent une rentabilité supérieure. Dans un second temps nous avons, mis l'accent sur les différents indicateurs de mesure de la valeur, notamment, intrinsèque qui correspond à la valeur réelle de l'entreprise déterminée en fonction d'évaluation des objectifs, ainsi que la valeur boursière, cette dernière est déterminée

Conclusion générale

par des indicateurs spécifique. Néanmoins, dans ce cas, il nous a été difficile d'utiliser cette variable lors de notre stage pratique, vu que l'Entreprise qui nous a accueilli n'est pas cotée en bourse.

Ensuite, nous avons enchaîné, par le coût du capital, bien entendu, tout l'argent que possède une entreprise n'est pas gratuit y compris les fonds propres. Ainsi, le coût du capital est un coût supporté par l'entreprise pour pouvoir rémunérer les ressources de financement. Dans cette partie, nous nous sommes étalés sur le calcul du coût des fonds propres à travers notamment le MEDAF et le modèle de Gordan et Shapiro, ainsi que le coût de la dette.

Nous avons, ensuite clôturé, ce chapitre par la présentation des différentes sources de financement dont dispose l'entreprise et leurs impacts et effets sur sa valeur. En effet, entre l'autofinancement, l'augmentation du capital, l'endettement, l'entreprise doit choisir entre ces ressources car chacune d'elle présente des effets positifs comme négatifs sur la valeur.

L'excès de l'endettement, peut causer des coûts élevés qui, peuvent avoir des effets considérables sur la capacité de remboursement et peut même conduire l'entreprise à la faillite. Ceci s'applique aussi pour les fonds propres car leur coût est proportionnel au risque que subissent les actionnaires.

Pour ce qui est du chapitre 3, une illustration des développements théoriques par une étude empirique sur la structure financière et la valeur s'impose, et ceci, à travers l'étude d'un cas réel d'une entreprise, avec comme objectif de répondre à notre problématique et de vérifier nos hypothèses.

Notre choix s'est alors tourné vers l'entreprise EPE/SPA ELECTRO-INDUSTRIES située à Azazga. Ce choix a été motivé par la convention signée entre cette dernière et notre université.

Pour ce faire, nous avons procédé au départ à l'analyse de la structure de ses bilans financiers, au calcul et l'analyse des principaux indicateurs de l'équilibre financier, des ratios de structure, ensuite, nous avons procédé à l'étude de sa rentabilité, et du bras de levier financier pour les années 2016, 2017, 2018.

Enfin, nous avons analysé la valeur de l'Entreprise, par l'intermédiaire des indicateurs de performance, avant d'achever notre travail par montrer l'impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise et sa rentabilité, à travers l'étude de la composition de sa structure

Conclusion générale

entre fonds propres et dettes. L'entreprise EPE/SPA Electro- Industries, se finance principalement par fonds propres à hauteur de 95% et négligent l'endettement.

De cette façon, le travail réalisé nous a permis de confirmer que la valeur de l'entreprise dépend essentiellement de sa structure financière. Et par conséquent, le choix d'une structure financière optimale permet de maximiser la valeur de l'entreprise

La réalisation de ce travail nous a permis d'approfondir les connaissances que nous avons acquises durant notre cursus universitaire, et de nous préparer pour une éventuelle insertion professionnelle. Elle fut pour nous une expérience très enrichissante qui nous a permis de mieux fixer notre avenir et de voir encore plus loin.



Bibliographie

Listes des ouvrages :

- BANCEL.F : « *Le coût du capital, théories mesures et pratiques* », Edition RB, Paris, 2014
- BARRREEDT.C, PALARD CELINE.J. E « *Gestion financière* » édition magnard - Vuibert, Paris 75015, 2017
- BAZET.J, FAUCHER.P « *finance d'entreprise DCG 6* » éd. Nathan-Paris 2009
- BODINAT, H.D J. KLEIN BERNARD-MAROIS « *La gestion financière de l'entreprise tome 2*
- BOGLIOLO F., « *Des stratégies créatrices de valeur* », édition les cahiers entreprise et finances, 1998,
- CHAUDEY.M « *Analyse économique de la firme* » Éditeur : Armand Colin 2014
- CHERIF.M, DUBREUILLE. S « *Création de valeur et capital-investissement* » édition Pearson. Paris 2009
- COHEN.E « *GESTION FINANCIERE DE L'ENTREPRISE ET DÉVELOPPEMENT FINANCIER* » Éditions edicef, Vanves, 1991
- COHEN.E « *analyse financière* » 6èm Ed. Economica, Paris 2006
- CHERIF.M, DUBREUILLE. S « *Création de valeur et capital-investissement* » édition Pearson. Paris 2009
- DALAHAYE, BERREAU.J « *gestion financière* », Édition dunod, Paris 2004.

- DAMODARAN.A « *Finance d'entreprise* » édition De-Boeck supérieur. 2006
- DEMARZO, J. BERK, PETER « *Finance d'entreprise* » Édition PEARSON. Paris. 2014
- GUILLAUMIN. C « *Macroéconomie* » édition Dunod, Paris 2019
- HARB.E, MASSET.A, MURAT.P, VERYZHENKO.I « *FINANCE* » Éditeur : Dunod. Paris. 2014
- HIRIGOYEN. G, JOBARD.J. P, « *Financement de l'entreprise : évolution récente et perspectives nouvelles* », Economica, Paris, 1997 P.67
- HOARAU.C, TELLER.R, « *Création de valeur et management de l'entreprise* », éd Vuibert, Paris 2001,
- KOOLI.M, ADJAUD.F, BOUBAKRI.N, CHKIR.I « *Finance d'entreprise évaluation et gestion* » édition Chenelière Éducation. Montréal 2013.
- LANGLOIS.G et MOLLET.M : « *Manuel de gestion financière* », Edition BERTI, Alger, 2011
- LEURION.J, PIROCHON. C « *analyse comptable gestion prévisionnelle* » Editions : FOUCHER, Paris 1976.
- LEGROS G. « *Mini manuel de Finance d'entreprise* » édition Dunod, Paris 2010
- LOTMANI.N « *Analyse financière* ». Édition Pages-blues, Paris 2003.
- MOURGUES.N « *Financement et coût du capital de l'entreprise* » 1993 éditions Economica 1993
- NGUENA.O. J « *Mathématiques et gestion financière* » Éditeur : De Boeck Supérieur.2004.

- ROSS.S. A, WESTRFIELD.R.W. JAFFE.J. F, « Finance corporate », Edition DUNOND, Paris, 2005
- RZISSWILLER.R, QUINTAR.A « *Théorie de la finance* » éditions Puf 1985
- VERMINEN.P « *Finance d'entreprise* » édition.6 Dalluz, Paris 2005
EDITIONS FRANCIS LEFEBVRE, Paris 2015
- VERMINEN.P « la finance d'entreprise » 2022. Édition dalloz, Paris, 2022

Liste des revues :

- CAPPELLETTI.L, KHOUATRA.D « *CONCEPTS ET MESURE DE la création DE VALEUR ORGANISATIONNELLE* » Comptabilité - Contrôle - Audit / Tome 10 - Volume I - Juin 2004,
- DONALDSON.C «Corporate debt capacity» Boston, Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, 1961,
- FRANK M. Z., GOYAL V. K. « Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure», Journal of Financial Economics N°67, 2003.
- MODIGLIANI.F et MILLER. M. *The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment, American Economic*. 1958.
- MYERS, STEWART C « The capital structure puzzle», Journal of Finance 39: 1984
- MYERS S. C. « Capital structure », the journal of economics perspectives, Vol, 15, N°2, 2001
- QUINTAR et R. ZISSWILLER : « *Théorie de la firme* » presse universitaire de France, Paris,1985
- RAFIKI.A « Les controverses empiriques de pecking order theory » Revue Marocaine de Gestion et d'Economie, N°6, Janvier- Juin 2016

- STULZ R. «*Managerial discretion and optimal financing policies*». Journal of Financial Economics, Vol. 26. 1990

Liste des sites-web:

- BOUVARD.P « L'entreprise et la bourse : Ratios de rentabilité » publié sur easybourse espace pédagogique. Consulté le 01/7/2022.
- DELEMARLE.G « *Le capital social de l'entreprise : définition et rôle* » Site –web « expert-comptable.com » publié le 19 10 2021. Consulté le 01/06/2022.
- FACON.P « La valeur actuelle nette (VAN) : définition, calcul et utilité » publié sur lecoindesentrepreneurs.fr le 15/02/2020. Consulté le 01/07/2022
- RICHARD.A « *Qu'est-ce que les capitaux propres ? Définition et calcul* » Site web de l'expertcomptable.com. Publié le 15/10/2021. Consulté le 01/06/2022.
- OOREKA, auteurs spécialisés « analyse de la performance de l'entreprise » site web Comptabilité.ooreka publié en juin 2022, consulté le 01/06/2022
- EVA (Economic Value Added) : définition, calcul, traduction et synonymes » site-web : journaldunet.fr mis à jour le 02/02/2019. Consulté le 01/07/2022.
- CFI Team « Economic Value Added (EVA) » Site-web:corporatefinanceinstitute.com. Publié le 13/12/2019, consulté le 01/07/2022.

Listes des cours et mémoires :

ASSOUS NASSIMA « *cours de Master 1 Théorie Financière moderne* » Dpt Sfc tamda UMMTO, 2021.

BARHROUJ.T « l'endettement et la valeur de l'entreprise » mémoire de master, ENCG Maroc, 2014, P.13.

Liste des tableaux

Tableau N°01 : Tableau du passif du bilan de la partie des capitaux propres.....	22
Tableau N°02 : Organisation de l'actif du bilan.....	23
Tableau N°03 : Représentation des éléments contenus dans l'actif du bilan.....	24
Tableau N°04 : Représentation des éléments contenus dans le passif du bilan.....	25
Tableau N°5 : les différentes théories modernes et classiques.....	46
Tableau N° 06 : effectif par catégorie de l'année 2016.....	96
Tableau N°07 : Les fournisseurs étrangers.....	99
Tableau N°08 : Les concurrents Moteurs.....	99
Tableau N°09: Les concurrents transformateurs.....	99
Tableau N°10 : Bilans financiers « partie emplois » des exercices « 2016 à 2018 ».....	103
Tableau N°11 : Bilans financiers en grandes masses de la partie emplois des exercices 2016-2018.....	104
Tableau N° 12 : Evolution de la partie emplois des exercices 2016 à 2018.....	104
Tableau N° 13 : Bilans financiers « partie ressources » des exercices « 2016 à 2018 ».....	106
Tableau N°14 : Bilans financiers en grandes masses de la partie ressources des exercices 2016-2018.....	107
Tableau N° 15: Evolution de la partie ressources des exercices 2016 à 2018.....	108
Tableau N°16 : Ratio de l'autonomie financière.....	113
Tableau N°16 : Ratio de solvabilité.....	114
Tableau N° 17: ratio d'endettement.....	114
Tableau N°18 : Calcul de la rentabilité économique de 2016, 2018, 2018.....	116
Tableau N° 19 : Calcul de la rentabilité financière (ROE).....	117
Tableau N° 20 : La composition de la structure financière et de la rentabilité financière.....	118

Liste des graphes

Graphe N°01 : Coût du capital en fonction du levier financier.....	35
Graphe N°02 : Evolution des éléments de la partie emplois des bilans financiers	105
Graphe N° 03 : Evolution des éléments de la partie ressources des bilans financiers	108

Liste des schémas et figures

Schéma N° 01: La droite d'équilibre d'actifs.....	72
Schéma N°02 : Circuit du BFR	78
Schéma N° 03 : Représentation des modes de financement de l'entreprise.....	80
Figure N°01 : Positionnement des ressources de l'entreprise sur le bilan.....	81
Figure N°02 : Organigramme générale de l'entreprise Electro-Industries	101

Liste des annexes

EPE SPA ELECTRO INDUSTRIES

BILAN (ACTIF)

LIBELLE	NOTE	BRUT	AMO/PDV	NET 2016	NET 2015
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles		35,569,735.39	31,033,094.56	4,536,640.83	5,088,348.89
Immobilisations corporelles					
Terrains		3,418,310.00		3,418,310.00	3,418,310.00
Bâtiments		4,372,175,389.42	2,859,037,307.26	1,513,138,082.16	1,630,606,621.27
Autres immobilisations corporelles		2,511,082,448.01	2,070,999,106.60	440,083,341.41	457,211,829.10
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours		1,110,126.09		1,110,126.09	2,550,293.72
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés		1,450,000,000.00		1,450,000,000.00	
Prêts et autres actifs financiers non courants		550,000,000.00		550,000,000.00	850,000,000.00
Impôts différés actif		43,783,727.98		43,783,727.98	56,852,915.17
TOTAL ACTIF NON COURANT		8,967,139,736.89	4,961,069,508.42	4,006,070,228.47	3,005,710,318.15
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		2,856,700,703.71	138,877,327.45	2,718,023,376.26	1,995,236,563.19
Créances et emplois assimilés					
Clients		521,000,888.12	7,128,615.91	513,872,272.21	1,129,955,261.68
Autres débiteurs		347,357,506.66		347,357,506.66	342,855,748.71
Impôts et assimilés		105,976,466.80		105,976,466.80	3,383,081.05
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		193,285,335.57		193,285,335.57	1,659,704,184.96
TOTAL ACTIF COURANT		4,024,320,900.86	145,805,943.36	3,878,514,967.60	5,131,134,839.59
TOTAL GENERAL ACTIF		12,991,460,637.75	5,106,875,451.78	7,884,585,196.07	8,136,845,157.74

EPE SPA ELECTRO INDUSTRIES

BILAN (PASSIF)

LIBELLE	NOTE	2016	2015
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		4,753,000,000.00	4,753,000,000.00
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)		2,096,008,845.01	1,948,790,542.50
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		147,787,481.47	294,738,302.51
Autres capitaux propres - Report à nouveau			
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
TOTAL I		6,996,796,326.48	6,996,528,845.01
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		310,540,159.43	304,706,571.89
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		219,949,905.88	254,092,460.09
TOTAL II		530,490,065.31	558,799,031.98
PASSIFS COURANTS:			
Fournisseurs et comptes rattachés		240,925,935.48	375,010,372.42
Impôts		1,753,114.00	53,399,946.00
Autres dettes		114,619,744.70	153,108,982.33
Trésorerie passif			
TOTAL III		357,298,794.18	581,517,280.75
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		7,884,585,185.97	8,136,845,157.74

EPE SPA ELECTRO INDUSTRIES

COMPTE DE RESULTAT/NATURE

LIBELLE	NOTE	2016	2015
Ventes et produits annexes		1,847,492,225.75	3,990,607,818.37
Variation stocks produits finis et en cours		847,864,346.93	-1,145,539,026.82
Production immobilisée		1,655,180.00	
Subventions d'exploitation			420,000.00
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		2,697,011,762.68	2,845,488,791.75
Achats consommés		-1,687,793,169.55	-1,683,118,350.06
Services extérieurs et autres consommations		-49,551,568.74	-60,632,055.21
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-1,737,344,738.29	-1,743,750,405.27
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		959,667,014.39	1,101,738,386.48
Charges de personnel		-676,235,541.48	-626,550,235.41
Impôts, taxes et versements assimilés		-19,942,887.03	-52,810,615.77
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		263,488,585.88	422,377,535.30
Autres produits opérationnels		9,566,126.36	12,827,167.74
Autres charges opérationnelles		-4,774,051.39	-3,215,198.99
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-181,485,177.57	-183,904,092.34
Reprise sur pertes de valeur et provisions		6,197,680.99	108,614,720.58
V- RESULTAT OPERATIONNEL		92,993,164.27	356,700,132.29
Produits financiers		82,229,312.85	49,162,894.00
Charges financières		-2,858,213.46	-24,974,620.94
VI-RESULTAT FINANCIER		79,371,099.39	24,188,273.06
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		172,364,263.66	380,888,405.35
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-11,507,595.00	-66,625,406.00
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-13,069,187.19	-19,524,696.84
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		2,795,004,872.88	3,016,093,674.07
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-2,647,217,391.41	-2,721,355,271.56
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		147,787,481.47	294,738,302.51
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		147,787,481.47	294,738,302.51

Annexes N°02 : Bilan 2016 et 2017 de L'Electro-industries.

EPE SPA ELECTRO INDUSTRIES

BILAN (ACTIF)

LIBELLE	NOTE	BRUT	AMO/PDV	NET 2017	NET 2016
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles		40,575,885.39	33,155,879.34	7,420,006.05	4,536,640.83
Immobilisations corporelles					
Terrains		3,418,310.00		3,418,310.00	3,418,310.00
Bâtiments		4,372,175,389.42	2,985,664,974.72	1,386,510,414.70	1,513,138,082.16
Autres immobilisations corporelles		2,535,974,025.33	2,095,302,172.60	440,671,852.73	440,083,341.41
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours		4,737,501.21		4,737,501.21	1,110,126.09
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés		1,450,000,000.00		1,450,000,000.00	1,450,000,000.00
Prêts et autres actifs financiers non courants					550,000,000.00
Impôts différés actif		46,218,738.97		46,218,738.97	43,783,727.98
TOTAL ACTIF NON COURANT		8,453,099,850.32	5,114,123,026.66	3,338,976,623.68	4,006,070,228.47
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		2,961,838,091.35	129,064,496.34	2,832,773,595.01	2,718,023,376.26
Créances et emplois assimilés					
Clients		889,556,166.63	7,128,615.91	882,427,550.72	513,872,272.21
Autres débiteurs		352,332,582.18		352,332,582.18	347,357,506.66
Impôts et assimilés		12,008,479.36		12,008,479.36	105,976,466.80
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		628,912,121.88		628,912,121.88	193,285,335.57
TOTAL ACTIF COURANT		4,844,647,441.40	136,193,112.25	4,708,454,329.15	3,878,514,967.50
TOTAL GENERAL ACTIF		13,297,747,291.72	5,250,316,138.91	8,047,431,152.81	7,884,585,195.97

EPE SPA ELECTRO INDUSTRIES

BILAN (PASSIF)

LIBELLE	NOTE	2017	2016
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		4,753,000,000.00	4,753,000,000.00
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)		2,142,566,326.48	2,098,008,845.01
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		180,376,112.15	147,787,481.47
Autres capitaux propres - Report à nouveau			
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
TOTAL I		7,075,942,438.63	6,998,796,326.48
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		323,412,900.23	310,540,150.43
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		226,607,484.75	219,949,905.88
TOTAL II		550,020,384.98	530,490,056.31
PASSIFS COURANTS:			
Fournisseurs et comptes rattachés		257,099,125.54	240,925,935.48
Impôts		37,793,242.00	1,753,114.00
Autres dettes		126,575,961.66	114,619,744.70
Trésorerie passif			
TOTAL III		421,468,329.20	357,298,794.18
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		8,047,431,152.81	7,884,585,185.97

EPE SPA ELECTRO INDUSTRIES

COMPTE DE RESULTAT/NATURE

LIBELLE	NOTE	2017	2016
Vertes et produits annexes		1,998,844,538.70	1,847,402,225.75
Variation stocks produits finis et en cours		287,834,973.13	847,864,346.93
Production immobilisée		1,655,180.00	1,655,180.00
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		2,288,334,691.83	2,697,011,752.68
Achats consommés		-1,287,942,552.28	-1,687,793,169.55
Services extérieurs et autres consommations		-43,083,230.93	-49,551,568.74
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-1,331,025,783.21	-1,737,344,738.29
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		957,308,908.62	959,667,014.39
Charges de personnel		-632,650,899.53	-676,235,541.48
Impôts, taxes et versements assimilés		-21,924,299.01	-19,942,887.03
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		302,733,710.08	263,488,585.88
Autres produits opérationnels		10,051,791.00	9,566,126.36
Autres charges opérationnelles		-2,863,616.56	-4,774,051.39
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-172,460,125.39	-181,485,177.57
Reprise sur pertes de valeur et provisions		10,260,579.39	6,197,680.99
V- RESULTAT OPERATIONNEL		147,722,338.52	82,993,164.27
Produits financiers		87,422,392.67	82,229,312.85
Charges financières		-30,702,517.03	-2,858,213.46
VI-RESULTAT FINANCIER		56,719,875.64	79,371,099.39
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		204,442,214.16	172,364,263.66
Impôts edgibles sur résultats ordinaires		-26,501,113.00	-11,507,505.00
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		2,435,010.99	-13,069,187.19
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		2,396,069,454.89	2,795,004,872.83
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-2,215,693,342.74	-2,647,217,391.41
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		180,376,112.15	147,787,481.47
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		180,376,112.15	147,787,481.47

Annexes N°03 : Bilan 2017-2018 de L'Electro-industries.

BILAN (ACTIF)					
LIBELLE	NOTE	BRUT	AMO/PROV	NET 2018	NET 2017
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-goodwill positif					
Immobilisations incorporelles		40,575,885.39	35,116,034.99	5,459,850.40	7,420,006.05
Immobilisations corporelles					
Terrains		3,418,310.00		3,418,310.00	3,418,310.00
Bâtiments		4,372,175,389.42	3,117,149,703.69	1,255,025,685.73	1,386,510,414.70
Autres immobilisations corporelles		2,571,251,861.56	2,125,288,136.04	445,963,725.52	440,671,852.73
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours		12,626,954.86		12,626,954.86	4,737,501.21
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattach		630,300,000.00		630,300,000.00	
Autres titres immobilisés		1,450,000,000.00		1,450,000,000.00	1,450,000,000.00
Prêts et autres actifs financiers non cour					
Impôts différés actif		57,183,012.58		57,183,012.58	46,218,738.97
TOTAL ACTIF NON COURANT		9,137,531,413.81	5,277,553,874.72	3,859,977,539.09	3,338,976,823.66
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		2,739,783,902.83	98,813,204.57	2,640,970,698.26	2,832,773,595.01
Créances et emplois assimilés					
Clients		1,312,104,917.23	23,213,554.99	1,288,891,362.24	882,427,550.72
Autres débiteurs		40,247,196.55	5,000,000.00	35,247,196.55	352,332,582.18
Impôts et assimilés		18,230,439.86		18,230,439.86	12,008,479.36
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers cc					
Trésorerie		763,096,615.95		763,096,615.95	628,912,121.88
TOTAL ACTIF COURANT		4,873,463,072.42	127,026,759.56	4,746,436,312.86	4,708,454,329.15
TOTAL GENERAL ACTIF		14,010,994,486.23	5,404,580,634.28	8,606,413,851.95	8,047,431,152.81

BILAN (PASSIF)

LIBELLE	NOTE	2018	2017
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		4,753,000,000.00	4,753,000,000.00
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)		2,172,287,438.63	2,142,566,326.48
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		65,607,186.38	180,376,112.15
Autres capitaux propres - Report à nouveau			
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
TOTAL I		6,990,894,625.01	7,075,942,438.63
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		350,124,158.55	323,412,900.23
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes		472,675,000.00	
Provisions et produits constatés d'avance		255,220,692.41	226,607,484.75
TOTAL II		1,078,019,850.96	550,020,384.98
PASSIFS COURANTS:			
Fournisseurs et comptes rattachés		390,278,493.57	257,099,125.54
Impôts		26,069,172.00	37,793,242.00
Autres dettes		121,151,710.41	126,575,961.66
Trésorerie passif			
TOTAL III		537,499,375.98	421,468,329.20
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		8,606,413,851.95	8,047,431,152.81

COMPTE DE RESULTAT/NATURE

LIBELLE	NOTE	2018	2017
Ventes et produits annexes		3,403,482,137.65	1,998,844,538.70
Variation stocks produits finis et en cou		-702,277,417.91	287,834,973.13
Production immobilisée			1,655,180.00
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		2,701,204,719.74	2,288,334,691.83
Achats consommés		-1,717,843,304.55	-1,287,942,552.28
Services extérieurs et autres consomm		-64,988,110.69	-43,083,230.93
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-1,782,831,415.24	-1,331,025,783.21
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITA		918,373,304.50	957,308,908.62
Charges de personnel		-733,451,547.39	-632,650,899.53
Impôts, taxes et versements assimilés		-35,828,994.99	-21,924,299.01
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITAT		149,092,762.12	302,733,710.08
Autres produits opérationnels		13,306,687.25	10,051,791.00
Autres charges opérationnelles		-5,226,408.52	-2,863,616.56
Dotations aux amortissements, provisic		-210,766,712.00	-172,460,125.39
Reprise sur pertes de valeur et provisic		35,181,198.97	10,260,579.39
V- RESULTAT OPERATIONNEL		-18,412,472.18	147,722,338.52
Produits financiers		87,179,066.50	87,422,392.67
Charges financières		-5,654,454.55	-30,702,517.03
VI-RESULTAT FINANCIER		81,524,611.95	56,719,875.64
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT		63,112,139.77	204,442,214.16
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-8,469,227.00	-26,501,113.00
Impôts différés (Variations) sur résulta		10,964,273.61	2,435,010.99
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIV		2,836,871,672.46	2,396,069,454.89
TOTAL DES CHARGES DES ACTIV		-2,771,264,486.08	-2,215,693,342.74
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITE		65,607,186.38	180,376,112.15
Eléments extraordinaires (produits) (à ç			
Eléments extraordinaires (charges) (à ç			
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		65,607,186.38	180,376,112.15

Table des matières

Remerciement.....	02
Dédicaces	03
Listes des abréviations	05
Sommaire	08
Introduction générale.....	10
Chapitre 1 : Généralités et concepts fondamentaux de la structure financière.....	14
Introduction du chapitre 1.....	15
<u>Section 1 : Aperçu générale sur la notion de structure financière</u>	Erreur ! Signet non défini.
<u>1.1 Définition de la structure financière</u>	16
<u>1.1.1 La dette</u>	17
<u>1.1.2 Les capitaux propres</u>	19
<u>1.1.3 Le Bilan comptable</u>	22
<u>1.2 Objectif et importance de la structure financière</u>	26
<u>1.2.1 Objectifs de la structure financière</u>	26
<u>1.2.2 Importance de la structure financière</u>	26
<u>Section 2 : La théorie financière selon l’approche traditionnelle</u>	28
<u>2.1 Les facteurs d’influence du cout du capital</u>	28
<u>2.1.1 L’effet de levier</u>	28
<u>2.1.2 Le risque financier</u>	30
<u>2.2 Le théorème de Modigliani et Miller</u>	31
<u>2.2.1 La Théorie de Modigliani et Miller en absence d’impôts (neutralité)</u>	32
<u>2.2.2 La Théorie de Modigliani et Miller en présence d’impositions</u>	36
<u>2.2.3 La thèse de Modigliani et Miller (1961) et la politique de distribution de dividendes</u> .39	
<u>Section 3 : la théorie financière selon l’approche moderne</u>	41
<u>3.1.1 La relation d’agence</u>	42
<u>3.1.2 Les différents modèles d’agence</u>	43
<u>3.1.3 L’origine des conflits d’intérêts</u>	44
<u>3.1.4 Les types de conflits</u>	45
<u>3.1.5 Critique à l’encontre de la théorie du signal</u>	47
<u>3.3 La théorie de l’ordre hiérarchique (Pecking Order Theory)</u>	47
<u>3.3.1 Les critiques envers la théorie du Pecking Order Theory</u> :	48
Conclusion du chapitre 1... ..	51
Chapitre 2 : Evaluation de l’entreprise et coût du capital	52
Introduction du chapitre 2.....	53
<u>Section 1 : le concept de valeur de l’entreprise</u>	54
<u>1.1 Définition de la valeur de l’entreprise</u>	54

1.1.1	<u>Définition économique de la valeur</u>	54
1.1.2	<u>Définition financière de la valeur</u>	55
1.1.3	<u>Définition comptable de la valeur</u>	56
1.1.4	<u>Définition actionnariale de la valeur</u>	56
1.2	<u>Mesure de la valeur de l'entreprise</u>	57
1.2.1	<u>La valeur intrinsèque (interne)</u>	57
1.2.2	<u>La valeur boursière (externe)</u>	62
1.3	<u>La valorisation de l'entreprise</u>	65
<u>Section 2 : le cout du capital de l'entreprise</u>		67
2.1	<u>Le cout du capital</u>	67
2.2	<u>Le cout des capitaux propres</u>	69
2.2.1	<u>Le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF)</u>	69
2.2.2	<u>Le modèle d'actualisation des dividendes de Gordon Shapiro</u>	73
2.3	<u>Le cout de la dette</u>	74
<u>Section 3 : Les différents modes de financement et leur effet sur la valeur de l'entreprise</u>		76
3.1	<u>Les besoins de financement</u>	76
3.1.1	<u>Les besoins liés à l'exploitation</u>	77
3.1.2	<u>Les besoins liés à l'investissement</u>	79
3.2	<u>Les différents modes de financement</u>	80
3.2.1	<u>Le financement par fonds propres</u>	81
3.2.2	<u>Le financement par endettement (dettes financières)</u>	86
3.3	<u>L'effet des modes de financement sur la valeur de l'entreprise</u>	89
3.3.1	<u>Effets des fonds propres</u>	89
3.3.2	<u>Effets de l'endettement</u> :	90
<u>Conclusion du chapitre 02</u>		92
<u>Chapitre 3 : EPE/SPA Electro-industries comme illustration des développements théoriques</u>		93
<u>Introduction du chapitre 3</u>		94
<u>Section 1 : Présentation et organisation de l'EPE/SPA ELECTRO INDUSTIRES</u>		95
1.1	<u>Historique de l'électro-industrie</u>	95
1.2	<u>Présentation de l'entreprise EI</u>	95
1.2.1	<u>Statut juridique et capital social</u>	96
1.2.2	<u>Localisation et superficie</u>	96
1.2.3	<u>Effectifs par catégorie socioprofessionnelle</u>	96
1.2.4	<u>La présentation des unités de l'EI et leur activité</u>	97
1.3	<u>L'Electro-industries sur le marché national et international</u>	98
1.4	<u>L'organisation de l'entreprise Electro-Industries</u>	100

2.1	<u>Présentation des bilans financiers</u>	102
2.1.1	<u>Présentation des emplois du bilan</u>	102
2.1.2	<u>Interprétations</u>	105
2.1.3	<u>Présentation des ressources du bilan</u>	106
2.1.4	<u>Interprétations</u>	108
<u>Section 2 : analyse de la structure financière de l'électro-industrie</u>		102
2.2	<u>Analyse de la structure financière à travers les équilibres financiers</u>	110
2.2.1	<u>Calcul des indicateurs financiers de l'entreprise</u>	110
2.2.2	<u>Analyse des ratios de structure financière</u>	113
<u>Section 3 : Analyse de la valeur de l'entreprise EPE/SPA Electro-Industries</u>		116
3.1	<u>Mesure de la valeur à partir des indicateurs de performances</u>	116
3.1.1	<u>Le ratio de la rentabilité économique ou Return On Assets (ROA)</u>	116
3.1.2	<u>Le ratio de la rentabilité financière ou Return On Equity (ROE)</u>	117
3.2	<u>Impact de la structure financière sur la valeur et la rentabilité de l'entreprise</u>	117
Conclusion du chapitre 03		119
Conclusion générale		118
Bibliographie		124
Listes des tableaux		128
Table des matières		145