

UNIVERSITE MOULOU D MAMMERI DE TIZI-OUZOU



FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES ET DES
SCIENCES DE GESTION

DEPARTEMENT DES SCIENCES FINANCIERES ET COMPTABILITE

Mémoire

En vue de l'obtention du diplôme de Master en Finances et Comptabilité

Option : « Finance d'entreprises »

Thème

L'impact de l'effet de levier financier et opérationnel sur la valeur de
l'entreprise.

Cas de : ELECTRO-INDUSTRIES, Azazga.

Réalisé par :

❖ *KHENNACHE Thinhinane*

❖ *KHERROUB Faiza*

Dirigé par :

M^{me}. ASSOUS Nassima

Devant le jury composé de

Président : Mme.MOUMOU Ouerdia, Maitre de conférences classe (B), UMMTO

Promotrice : Mme. ASSOUS Nassima, Maitre de conférences classe (B), UMMTO

Examineur : Mr. ANICHE Arezki, Maitre-Assistant Classe(A) à UMMTO

Promotion 2020

Remerciements

*N*os premiers remerciements iront tout d'abord à notre encadrant *M^{me} ASSOUS Nassima*, pour son encadrement, son aide, ses recommandations et ses qualités humaines.

*N*ous tenons à remercier l'ensemble du personnel de *l'ELECTRO-INDUTRIES* pour leur Patience, leur conseils et pour le suivi qu'ils ont porté à nos travaux.

En remercie également *M^{me} SADOUN Hayet* et tous les membres du jury qui ont fait

L'honneur d'accepter de juger ce modeste travail

*N*ous voudrions exprimer notre profonde reconnaissance et nos remerciements à nos parents et nos familles qui ont tout sacrifié dans leurs vies, pour nous garantir une éducation et un avenir.

*N*ous ne pourrons clôturer ces quelques lignes sans témoigner nos plus vifs remerciements à

*N*os chers amis.

Dédicace

À la plus belle créature que Dieu a créée sur terre. À cette source de tendresse,
de patience et de générosité.

À ma mère !

Aucune dédicace ne saurait être assez éloquente pour exprimer ce que tu
mérites pour tous les sacrifices que tu n'as cessé de me donner.

Tu as fait plus qu'une mère puisse faire pour que ses enfants suivent le bon
chemin dans leur vie et leurs études.

À mon Père

Aucune dédicace ne saurait exprimer l'amour, l'estime, le dévouement et le
respect que j'ai toujours eu pour vous.

Je te dédie ce travail en témoignage de mon profond amour.

À mes chères sœurs :

Amira et Karima

À ma chère amie et binôme *Tina* et toute sa famille

À mes chers amis :

Massi, Asma, Tina, Mounira, Ferial, Nina, Imen, Meriem, Nissou.

En témoignage de l'amitié sincère qui nous a liées et des bons moments passés
ensemble, je vous dédie ce travail en vous souhaitant un avenir radieux et plein
de bonnes promesses.

Faiza

Dédicaces

Comme chaque début a une fin, voici venu le jour de clôturer ce long cursus rempli d'émotions, de réussites et d'échecs, c'étaient des années de merveilles, des années où je me suis construite un vaste horizon.

*M*aintenant puisque l'opportunité m'est venue, je tiens à dédier cet humble et modeste travail avec grand amour, sincérité et fierté à tous ceux qui font ou qui ont fait partie de ma vie, je vous remercie d'avoir fait de moi ce que je suis.

*J*e commence par mes chers parents dont nulle dédicace ne peut exprimer mes sentiments les plus distingués, merci pour votre soutien, votre patience et votre amour.

*M*erci à toi papa, t'as toujours été là, merci pour avoir été le meilleur papa du monde, merci pour m'avoir tenu la main et de m'avoir toujours guidé et orienté.

*M*erci à la prunelle de mes yeux, maman ; tout simplement merci d'avoir été là pour moi, merci pour tes encouragements et tes douaa.

A mes frères, *Hassane, Moukrane*, qui eux aussi ont contribué par leur soutien moral, leur humour et leur persévérance avec moi.

*A*ux parents de ma camarade *Kherroub Faiza*, et ses sœurs *Amira* et *Karima*.

A mes très chères amis, *Mariam, Faiza, Thanina, Massi, Mounira, Ferial, Imene, Asma*.
Merci pour votre soutien. Avec vous j'ai passé des moments merveilleux.

A mes très chères cousines *Thileli, Leaticia, Nassima, Dounia, Dahbia, Tydia* qui m'ont acharné par leur gentillesse, leur aide morale et contribution dans la réalisation de ce travail.

*E*nfin à toutes les personnes qui ont contribué de près ou de loin dans l'élaboration de ce travail.

Thinhinane

Sommaire

Liste des abréviations

Liste des tableaux

Liste des figures

Liste des annexes

Introduction générale	13
Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise	18
Section 01 : Diffusion du concept de l'effet de levier	19
Section 02 : Apport de l'approche traditionnelle.....	22
Section 03 : Les apports des théories financières modernes	31
Chapitre 02 : L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise	41
Section 01 : L'effet de levier opérationnel dans la gestion d'une entreprise.....	42
Section 02 : Les fondements notionnels de l'effet de levier financier	50
Section 03 : Lien entre effet de levier et la valeur de l'entreprise	60
Chapitre 03 : Cas de l'entreprise « ELECTRO INDUSTRIES » comme illustration des développements théoriques	75
Section 01 : Présentation de l'organisme d'accueil.....	75
Section 02 : Etude de l'effet de levier opérationnel et financier au sein de l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIES	84
Conclusion générale	104
Bibliographie.....	108
Annexes.....	113
Table des matières	118

Liste d'abréviations

BAIL : Bénéfice avant impôts et intérêts

BDL : Banque de développement local

BFR : Besoin en fonds de roulement

BPA: Bénéfice par action

CA : Chiffre d'affaires

CAF : Capacité d'autofinancement

CF: Coûts fixes

CV: Coûts variables

CMPC: Coût moyen pondéré du capital

CP: Capitaux propres

D: Dettes

DCT : Dettes à court terme

DLMT : Dettes à long et moyen terme

EI: Electro-industries

EPE : Entreprise publique économique

EVA: Economic value added

FRN: Fonds de roulement

I: Coût net de l'endettement

IBS: Impôt sur les bénéfices des sociétés

LF: Levier financier

LO: Levier opérationnel

LBO: Leveraged buy-out

M/CV: Marge sur coûts variable

M&M : Modigliani et Miller

MVA: Market value added

POT: Pecking order theory

PME: Petites moyennes entreprises

RE: Résultat d'exploitation

R_{éco} : Rentabilité économique

R_{fin} : Rentabilité financière

ROA : Return on assets

ROE: Return on equity

SPA: Société par action

SIG: Soldes intermédiaires de gestion

SR: Seuil de rentabilité

TCR: Tableau de compte de résultats

TN: Trésorerie nette

TSIG: Tableau des soldes intermédiaires de gestion

Um : Unité monétaire

VA: Valeur ajoutée

VD: Valeurs disponibles

VE : Valeurs d'exploitation

VI: Valeurs immobilisées

VR : Valeurs réalisables

Liste des tableaux

Tableau N°01: Exemple sur l'impact de la fiscalité dans deux entreprises .	27
Tableau N°02: Les coûts directs et indirects	29
Tableau N°03: Effectif de l'ELECTRO-INDUSTRIES	77
Tableau N°04: Evolution de la production de l'unité Transformateurs	78
Tableau N°05: Evolution de la production des moteurs, alternateurs et groupes électrogènes	79
Tableau N°06: Chiffre d'affaires par produits d'ELECTRO-INDUSTRIES	79
Tableau N°07: Les clients de l'Electro-Industries	81
Tableau N°08: Bilans financiers de l'entreprise (EI), partie « actif »	86
Tableau N°09: Bilans financiers en grandes masses de (EI), partie « actif »	87
Tableau N°10: Bilans financiers, partie « passif » de l'entreprise (EI).....	88
Tableau N°11: Bilans financiers en grandes masses de (EI), partie « passif »	88
Tableau N°12: Calcul des indicateurs de l'équilibre financier de l'entreprise (EI)	89
Tableau N°13 : ratio d'autonomie financière	90
Tableau N°14 : Ratio de solvabilité.....	90
Tableau N°15 : Ratio d'endettement	91
Tableau N°16: Comptes des résultats d'ELECTRO-INDUSTRIES	91
Tableau N°17: Evolution des indicateurs des comptes de résultats	92
Tableau N°18 : Calcul de la CAF avec la méthode soustractive.....	94
Tableau N°19 : Calcul de la CAF avec la méthode additive	94
Tableau N°20: Evolution de la rentabilité économique de l'entreprise (EI) .	95
Tableau N°21: Bras de levier financier.....	96
Tableau N°22: Evolution de la rentabilité financière de l'entreprise (EI).....	96

Tableau N°23: Résultat opérationnel de l'entreprise (EI)	98
Tableau N°24: Chiffre d'affaires de l'entreprise (EI).....	99
Tableau N°25: Effet de levier opérationnel de l'entreprise (EI)	100
Tableau N°26: Structure des charges de l'entreprise (EI)	101

Liste des figures

Figure N°01: Résumé des apports des théories de financement	38
Figure N°02: Types d'effet de levier	41
Figure N°03: Marge de sécurité	43
Figure N°04: Schéma d'analyse fondé sur l'effet de levier financier.....	52
Figure N°05: Les axes de mesure de la performance	64
Figure N°06: Représentation de la performance comme ensemble de décisions	66
Figure N°07: L'évolution de l'entreprise (EI) dans le temps	76
Figure N°08: Effectif de l'Electro-Industries	77
Figure N°09: Les clients de l'Electro-Industries.....	81
Figure N°10: Organigramme de l'Electro-Industries.....	82

Liste des graphiques

Graphique N°1: La valeur de l'entreprise selon théorie des compromis.....	30
Graphique N°2: structure de financement et coûts d'agence de la dette.....	33
Graphique N°03 : Représentation graphique de l'évolution du CA par produits d'ELECTRO-INDUSTRIES.....	81
Graphique N°4 : Evolution des taux de rentabilité	97
Graphique N°5 : Evolution du résultat opérationnel de l'entreprise(EI)	99
Graphique N°6 : Evolution du chiffre d'affaires de l'entreprise(EI).....	100

Liste des annexes

Annexe N°01 : Bilan de l'entreprise EI 2015-2016

Annexe N°02 : Bilan de l'entreprise EI 2016-2017

Annexe N°03 Compte de résultat de l'entreprise EI 2015 -2016

Annexe N°04 Compte de résultat de l'entreprise EI 2016 -2017

Introduction générale

Introduction générale

La finance recouvre un domaine d'activité, celui du financement qui consiste à fournir l'argent nécessaire à la réalisation d'une opération économique. Ce domaine concerne aussi bien les individus que les ménages, les Etats mais beaucoup plus les entreprises qu'elles soient privées ou étatiques.

L'entreprise est une entité économique, juridiquement autonome dont la fonction principale est de produire des biens ou des services pour le marché ou de construire l'intermédiaire à travers l'activité commerciale qui permet un rapprochement entre le produit et le client. La mise en œuvre de projets rentables passe par un choix judicieux de financement, ceci suppose de trouver la meilleure structure du capital, c'est-à-dire la répartition des ressources financières de l'entreprise entre la dette et les fonds propres. Cette répartition est optimale lorsqu'elle permet de maximiser la valeur de la firme et de minimiser les coûts.

Pour fonctionner efficacement et assurer sa pérennité toute organisation nécessite une remise en question permanente de sa gestion, tant matérielle que financière. Pour cela, elle doit procéder à une analyse permanente lui permettant de prendre conscience de ses points forts, d'une part, et de ses faiblesses d'autre part. Ce qui impulse une recherche des solutions appropriées aux problèmes posés pour son développement et son évolution.

L'analyse financière qui est une technique de gestion a pour objectif de donner une vision synthétique de la situation de solvabilité d'une entreprise, d'en caractériser la rentabilité, mais pas seulement ! Elle fournit de précieuses informations sur l'exploitation d'une activité, sa place dans son secteur et la stratégie suivie. Elle procure des informations précieuses pour un diagnostic financier.

L'effet de levier est un terme courant dans l'analyse financière qui implique la capacité d'amplifier les résultats à un coût comparativement faible. En affaires, les dirigeants d'entreprise prennent des décisions sur l'effet de levier qui affectent la rentabilité. Selon James Horne dans son livre « Gestion et politique financière », 1972, l'effet de levier est « *l'emploi d'un actif ou d'un fonds pour lequel l'entreprise paie un coût fixe ou un rendement fixe* ». Lorsque ces dirigeants évaluent s'ils peuvent augmenter la production de manière rentable, ils abordent le levier d'exploitation. S'ils s'attendent à contracter des dettes supplémentaires, ils sont alors entrés dans le domaine du levier financier.

L'effet de levier d'exploitation et l'effet de levier financier accentuent tous deux les changements qui se produisent dans les bénéfices, en raison des coûts fixes dans la structure du capital d'une entreprise.

1-Problématique de recherche

Dans le cadre de cette recherche, nous allons mettre en exergue l'incidence que peut avoir :

- La dette et son coût sur la rentabilité des capitaux investis et sur la valeur d'une entreprise ;
- Une variation dans le chiffre d'affaires sur le résultat de l'entreprise ;

Introduction générale

A travers cette étude, nous tenterons de répondre à la question principale suivante :

Quel impact peut avoir les deux effets de leviers opérationnel et financier sur la valeur de l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIES?

Pour bien traiter cette problématique, nous avons jugé utile de la subdiviser en sous questions :

- Qu'est-ce que un effet de levier : financier et opérationnel ?
- Quels sont leurs rôles et importance dans la gestion de l'entreprise ?
- Quel est leur impact sur la valeur de l'entreprise ?

2-Formulation des hypothèses de recherche

Ainsi, en vue de répondre aux questions que nous nous sommes posées au niveau de la problématique, nous avons formulé les hypothèses suivantes :

Hypothèse 01 :L'effet de levier financier impacte positivement et négativement la valeur de l'entreprise.

Hypothèse 02 :L'effet de levier opérationnel impacte positivement et négativement la valeur de l'entreprise.

Hypothèse 03 : La valeur de l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIE dépend d'autres facteurs autres que les deux leviers.

3. Choix et intérêt du sujet

L'intérêt qui nous a poussé à choisir ce sujet de recherche est :

L'envie d'élargir nos connaissances dans des domaines que nous avons déjà traité dans notre cursus universitaire, tel que : stratégie financière, la gestion financière, théories financières, ... etc.

4. Délimitation du sujet

Pour éviter de traiter un sujet de recherche vague, nous avons délimité notre sujet dans le domaine, dans le temps et dans l'espace.

- Dans le domaine : notre travail porte sur l'étude des états financiers d'une entreprise afin de tirer des conclusions sur le sujet de notre étude;
- Dans le temps : notre recherche porte sur une période de trois (03) ans allant de 2015 à 2017 ;
- Dans l'espace : notre étude porte sur une entreprise publique économique dont l'activité principale est la production et commercialisation des moteurs électriques et transformateurs.

5-Méthodes et techniques utilisées

Tout travail scientifique exige l'utilisation des méthodes et techniques pour mieux saisir le sujet d'étude. Dans le cadre de notre étude, nous avons fait recours aux méthodes et techniques suivantes :

➤ Méthodes :

Méthode historique : elle aborde des objets d'étude d'un point de vue chronologique, en tenant compte de leur évolution dans le temps .Elle nous a permis de consulter les documents financiers des années antérieures et d'exploiter les faits par des situations liées au passé de l'entreprise

Méthode analytique : elle nous a permis de traiter systématiquement toutes les informations et les données collectées.

Méthode d'analyse financière : Cette méthode nous permettra d'analyser les états financiers construites par la SPA «ELECTRO-INDUSTRIES» afin d'en apprécier l'incidence de son recours à l'endettement et la variation de son chiffre d'affaires sur ses rentabilités et sa valeur.

➤ Techniques

Technique documentaire : tout travail scientifique demande au moins un minimum de connaissances sur le thème à traiter. En effet, il est question de récolter des données existantes dans les bibliothèques, les mémoires de nos prédécesseurs, les ouvrages à caractère financier et certains sites internet. Cette technique nous a permis d'enrichir nos connaissances théoriques et la définition des principaux concepts de notre sujet.

Technique d'interview libre : elle nous a permis d'interroger le contrôleur de gestion de l'entreprise Electo-Industries, pour nous éclairer sur les notions relatives à notre étude et d'approfondir notre approche pratique. Ainsi, nous avons opté pour l'interview libre parmi toutes les autres techniques, parce qu'elle est menée de manière spontanée et permet d'obtenir des informations sans recourir à un questionnaire.

Technique Graphique : la présente technique nous a permis de présenter graphiquement les données ainsi que les résultats de notre recherche afin de déterminer les différentes évolutions de plusieurs facteurs liés à l'activité de l'entreprise ou on a effectué notre étude.

6. Difficultés rencontrées

L'élaboration d'un travail scientifique n'est pas toujours chose facile. Ainsi, dans le cadre de notre travail, nous nous sommes butés à un certain nombre des problèmes tant matériels que financiers notamment :

Introduction générale

- La fermeture des bibliothèques disposant des documents se rapportant à notre filière de formation en raison du covid-19;
- Les rendez-vous manqués ;
- Nous avons été empêchés de suivre notre stage pratique en raison du covid-19 ;
- Le manque des moyens financiers pour accéder aux données à partir de l'internet ;
- Manque d'informations fournies par Electro-Industries.

7. La structure du mémoire

Pour atteindre les objectifs tracés, et en vue d'apporter des réponses aux questions soulevées dans la problématique, nous avons choisi d'articuler notre travail autour de trois chapitres :

Le premier chapitre, intitulé « **Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise** » présenté sous les trois sections suivantes :

- **Section 01** : Le concept de l'effet de levier
- **Section 02** : L'apport de l'approche traditionnelle
- **Section 03** : Les apports des théories financières modernes

Le deuxième chapitre, intitulé « **L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise** » que nous avons articulé lui aussi autour de trois sections qui se présentent comme suit :

- **Section 01**:L'effet de levier opérationnel dans la gestion d'une entreprise
- **Section 02**:Les fondements notionnels de l'effet de levier financier
- **Section 03**:Lien entre effet de levier et la valeur de l'entreprise

En dernier le troisième chapitre qui sera consacré à une étude pratique de l'effet d levier financier et opérationnel au sein d'Electro-Industries, Azazga et leurs impacts sur sa valeur, nous étalerons ce chapitre par les deux (02) sections suivantes :

- **Section 01**: Présentation de l'organisme d'accueil
- **Section 02**: Etude de l'effet de levier opérationnel et financier au sein de l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIES

***Chapitre 01 : Fondements
théoriques du lien entre l'effet de
levier et la valeur de l'entreprise***

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

Introduction

En finance, l'effet de levier désigne l'impact de la structure d'endettement d'une entreprise sur la rentabilité de ses fonds propres, c'est-à-dire, de fonds avancés par ses propriétaires². Ici l'idée de base concerne la structure du capital. Le levier financier mesure l'effet favorable ou défavorable (massue) que peut avoir l'endettement sur la rentabilité des capitaux propres. Nous constatant que l'endettement est l'un des moyens qui peut répondre à des objectifs financiers tracés par l'entreprise. Il constitue un moyen de financement, dont l'entreprise a besoin, à court terme pour financer son exploitation et à moyen et long terme pour financer ses investissements, et il constitue aussi un moyen de création de la richesse.

Une entreprise généralement a deux (02) grandes alternatives. La première se situe au niveau du choix entre les différentes sources de financement à savoir : l'autofinancement, l'endettement et l'augmentation du capital. La seconde, se situe au niveau du choix de la meilleure combinaison entre fonds propres et endettement. Face à cette situation, l'entreprise cherche à déterminer une stratégie de financement meilleure pour maximiser sa valeur. Son objectif est donc de répondre à la question suivante :

- Devrait-elle émettre d'autres actions ou emprunter ? Et si c'est l'endettement, à quelle proportion ?

La question de savoir quelle proportion de dette il convient d'introduire dans la structure financière de l'entreprise préoccupe de longue date tant les praticiens que les théoriciens de la finance. L'opinion a longtemps prévalu qu'en raison de l'effet de levier de l'endettement, dont sa diffusion fera notre objet d'étude au niveau de la première section 01, il existe pour l'entreprise une structure financière optimale au point où s'équilibrent les effets positifs et négatifs du « levier » (l'approche financière traditionnelle³).

En 1958, Modigliani Miller affirment que le coût du capital est indépendant de la structure financière et remettent en cause l'effet de levier. En 1963, les auteurs intègrent la fiscalité et montrent la non-neutralité du "subside fiscal à l'endettement". En 1977, Miller revient à sa position initiale : la neutralité du levier, prenant en compte la fiscalité et les coûts de faillite, le traitement de ces points fera l'objet de la section 02.

La section 03 expose comment le développement récent d'une théorie plus institutionnelle de la finance (théories de la signalisation, de l'agence et théorie de financement hiérarchique) contribue à considérer qu'il existe un optimum d'endettement, lié à des enjeux de contrôle de pouvoir dans la firme.

²Guerrien. B, dictionnaire d'analyse économique, éd. La Découverte, Paris, 1997, P.292).

³ Cette approche classique se base sur le concept comptable d'effet de levier financier. Elle postule l'existence d'un point neutre de rentabilité de l'entreprise, qui permet de définir d'une part l'endettement comme un avantage croissant pour l'actionnaire (effet de levier financier positif) et l'autre part l'endettement présente un désavantage croissant pour l'actionnaire (effet de levier financier négatif).

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

Section 01 : Le concept de l'effet de levier

La diffusion du "théorème de l'effet de levier" est très importante, en particulier dans le domaine de l'analyse financière. Les deux(02) décennies écoulées se sont traduites en gestion financière par une diffusion accélérée des techniques, au premier rang desquelles celles de l'analyse financière⁴.

Dans les trois(03) techniques que l'on considère comme les plus "diffusées" on recense : les bilans fonctionnels (bilans comptables redressés et organisés autour du concept d'équilibre des masses du bilans ou chaque partie de l'actif doit être financée par sa partie correspondante au passif), l'analyse des flux de fonds (qui dans son acception la plus simple, analyse les variations de l'équilibre financier et repose donc sur une approche exclusivement patrimoniale) et l'effet de levier dans sa formulation simplifiée universellement admise.

Plusieurs facteurs expliquent la large diffusion du "théorème de l'effet de levier."

1. La simplicité des modèles utilisés

Les praticiens ont presque ignoré les débats théoriques relatifs à l'effet de levier de la dette, mais ont utilisé des modèles simplificateurs, mettant en évidence l'approche comptable de la maximisation de la rentabilité financière par l'endettement.

Cette présentation facilement accessible est à l'origine d'une large diffusion du concept de l'effet de levier. Elle ne suppose aucune culture financière préalable, l'applicabilité de ce dernier par une quelconque entreprise est facile. Ainsi, certains auteurs actuels continuent à proposer des mesures et des systèmes d'interprétation simplificateurs. Par exemple, le récent ouvrage "Les sept lectures du bilan" fournit une grille de calcul simplifiée, accessible à tous⁵, mais mentionne les notions de risque sous-jacents.

Dans les entreprises moyennes, les compétences techniques permettent d'assurer un choix rationnel des emplois (critères de choix d'investissement), par contre la constitution d'un portefeuille de ressources s'avère plus complexe et sensible ; l'effet de levier joue un réel rôle d'aide à la définition de la structure du financement, il aurait donc un effet "pédagogique".

2. Une question complexe à résoudre

Les décisions financières des entreprises, en particulier des petites moyennes entreprises (PME) publiques privilégient la pratique de l'effet de levier, en raison des problèmes patrimoniaux et de rationalisation du capital qu'on y rencontre, celles-ci ne sont pas toutes de même complexité, le financement est la question la plus délicate parce qu'il induit des notions de :

- **Pouvoir** : le fort endettement de l'entreprise peut conduire à un déplacement du pouvoir, tant pour des projets d'expansion (veto bancaire au financement) que pour

⁴ Raman. J.-P., Revue Française de Gestion, 1985.

⁵ Ginglinger. E., "Analyse financière", Edition DUNOD, 1991, p. 118.

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

l'exploitation courante (équilibre de trésorerie). Dans ces cas, la sanction n'est pas rendue par le marché des fonds propres mais par le marché de la dette ;

- **Richesse** : le niveau d'endettement influe sur la richesse obtenue par les actionnaires par deux effets opposés : le levier financier maximise la rentabilité financière, mais l'endettement contribue à limiter les possibilités de sursalaires, ou d'autres prélèvements en raison des décaissements supportés en frais financiers ;
- **Indépendance** : si la forte capitalisation favorise l'autonomie le jeu d'un fort levier d'endettement peut, face à une crise ou une difficulté, créer les conditions d'une perte de contrôle de l'entreprise, ou même de sa disparition : l'endettement représente un risque ;
- **Service de la dette**: l'effet de levier conduit à la présence d'une dette qui, lorsqu'elle est d'origine financière génère une double contrainte de rémunération (frais financiers) et de remboursement, ce qui affecte les marges et l'autofinancement disponible.

3. Le problème de l'objectif financier de l'entreprise

La théorie financière définit clairement un objectif financier, la maximisation de la valeur. Néanmoins, un débat existe sur sa portée dans le cas de l'entreprise non cotée, pour laquelle il n'existe pas de marché des fonds propres c'est-à-dire où n'existe pas un instrument de valorisation (par sanction objective de la valeur) ni un marché de la transmission (il y a incertitude sur la possibilité de réaliser la cession de l'entreprise dans des conditions satisfaisantes et sur la fiscalité à terme, donc incertitude sur la réalisation de sa valeur). On oppose souvent un objectif théorique de maximisation de la valeur concernant l'entreprise cotée, à un objectif plus immédiat de maximisation de la richesse pour les entreprises non cotées. Le débat sur l'objectif à retenir est d'ailleurs toujours posé, P. VERNIMMEN⁶ identifie plusieurs cas où cet objectif ne tient pas, et où des conflits d'agence expliquent qu'il ne puisse être retenu.

Si on admet l'existence d'au moins deux (02) objectifs possibles, il peut être logique de retenir pour les actionnaires des PME, qui en sont souvent les dirigeants, un objectif de richesse plus immédiate ; en effet, dans ce type d'entreprise le constat de la maximisation de la valeur lors de la cession est aléatoire : il y a une forte incertitude quant au prix et quant à la certitude de même pour trouver un acquéreur (absence de marché), et d'autre part la fiscalité associée à la cession amputera sensiblement le prix perçu (taxation sur les plus-values, assiette de l'impôt sur la fortune). Cette incertitude forte peut expliquer un objectif plus immédiat : la maximisation de la richesse, par les prélèvements opérés sur l'exploitation (salaires, frais de représentation, emplois familiaux fictifs...) et les dividendes (l'avoir fiscal), pouvant parfois conduire à un véritable appauvrissement.

Dans cet esprit, et bien que l'endettement génère des fortes contraintes, la diffusion de la notion d'effet de levier a contribué à légitimer une pratique consistant à sous capitaliser les

⁶Vernimmen .P, « Finance de l'entreprise », éditions Dalloz, Paris, 1992, pp521-528.

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

entreprises, à la fois en raison de la faiblesse du niveau d'épargne destinée aux capitaux des PME (capitaux familiaux) et en raison de la recherche d'une profitabilité directe forte.

L'outil de mesure de l'effet de levier joue alors un rôle technique : il sert de support au débat fondamental sur la capitalisation (c.-à-d. l'engagement de l'épargne des actionnaires), et propose un modèle "rationnel" quant à l'investissement en capital : les actionnaires maximiseraient leur rentabilité en privilégiant l'endettement.

4. Une contribution méthodologique à l'analyse financière

La présentation de l'effet de levier dans la littérature définit à la fois un outil d'analyse financière et un outil d'aide à l'établissement de politiques financières. En effet, bien que la formulation du modèle soit avant tout descriptive et établit un constat à un instant de la structure du financement, l'outil d'analyse de l'effet de levier peut, dans certaines conditions, aider à formaliser des choix de politique financière. Dans ces conditions, l'analyse de l'effet de levier peut apporter :

4.1. Un outil de synthèse

D'abord et avant tout, l'outil synthétise l'ensemble des paramètres de la politique financière en une équation unique, et les combine sous l'angle de préoccupation des actionnaires pour lesquels est élaborée la politique financière.

4.2. Une contribution à la perception des objectifs

Le fait de ramener les choix de politique financière à la notion de rentabilité financière pour les actionnaires contribue à replacer la gestion financière dans une logique de recherche de valeur ; même s'il convient de noter dès à présent que la mesure de l'accroissement de valeur ne peut être faite sur la seule base d'un ratio d'analyse de la rentabilité financière.

4.3. Une sensibilisation aux notions de risque

L'effet de levier est un outil qui met clairement en évidence le risque de l'entreprise, et montre bien la combinaison du risque financier au risque économique majoré de l'effet fiscal.

En particulier, le suivi dans le temps du différentiel Rentabilité Economique / Coût des dettes renseigne sur le risque financier supporté, et l'examen de la sensibilité de la rentabilité économique aux variations d'activité met en évidence le risque économique supporté.

5. Un impact sur le capitalisme

La vulgarisation de la notion d'effet de levier de la dette a contribué à jeter un pont entre les débats théoriques et la gestion des entreprises, en diffusant vers elles le débat sur le taux d'endettement optimal.

Ce débat théorique a pour effet de placer le marché des fonds propres au centre de la logique de la finance d'entreprise, en particulier en rappelant l'existence d'un objectif financier central pour l'actionnaire indépendant de la structure juridique adoptée. La théorie financière a

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

d'ailleurs envoyé un "signal" important aux praticiens en marquant un vif intérêt pour l'une de leurs principales préoccupations.

On peut donc admettre que le débat sur l'effet de levier de la dette a été favorablement perçu par les actionnaires (et l'ensemble des intervenants sur le marché des fonds propres), car il marque l'intérêt des préoccupations théoriques pour l'actionnaire et la recherche de ses objectifs.

Section 02 : L'apport de l'approche traditionnelle

L'objectif de cette section est de présenter l'approche traditionnelle qui se base dans son raisonnement sur l'impact du levier financier sur le taux de rentabilité ; puis sur la valeur de l'entreprise.

1. Démonstration de la thèse de neutralité de Modigliani et Miller

Modigliani et Miller étaient les premiers à mener une véritable réflexion théorique sur l'incidence des moyens de financement (dettes et fonds propres) sur la valeur de la firme, leur article fondateur publié en 1958⁷ constitue la pierre angulaire de la théorie sur la structure du capital.

Initialement, Modigliani et Miller ont fondé leur approche sur l'hypothèse fondamentale de perfection des marchés de capitaux pour conclure que la structure financière des firmes est neutre, Dans le sens où aucune combinaison (de dettes et fonds propres) n'est meilleure qu'une autre, et par conséquent, la structure du capital est indépendante de la valeur de la firme.

1.1 Les hypothèses de l'approche de Modigliani & Miller

L'approche de Modigliani et Miller repose sur plusieurs hypothèses qui sont :

- ✓ Les marchés sont parfaits : disponibilité et gratuité de l'information pour tous les agents, rationalité des investisseurs et absence des coûts de transaction ;
- ✓ Absence des coûts de faillite ;
- ✓ Les individus et les entreprises peuvent prendre les mêmes décisions financières au même prix (emprunter au même taux) ;
- ✓ Absence d'impôt ;
- ✓ Les entreprises n'émettent que deux types de titres au taux sans risque ;
- ✓ Les actifs sont indéfiniment divisibles ;
- ✓ Les bénéfices sont distribués en totalité ;
- ✓ Toutes les entreprises peuvent être réparties en classes de risque homogènes.

Sous ces hypothèses, Modigliani et Miller annoncent leurs deux propositions :

⁷Miller. H, Modigliani. F, "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", American Economic Review, 1958.

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

✓ **Proposition I** : la valeur de l'entreprise endettée est égale à celle qui ne l'est pas.

Cette proposition indique qu'on ne peut pas changer la valeur d'une entreprise en reconfigurant ses titres. En d'autres termes, la valeur de l'entreprise est indépendante de la façon dont elle est financée, toutes choses étant égales par ailleurs.

• Principe de raisonnement :

La valeur de l'entreprise est déterminée par les cash-flows actualisés qu'elle génère. D'une part, ils sont engendrés uniquement par les investissements. La nature des sources de financement n'intervient que pour leur répartition. D'autre part, le taux d'actualisation retenu, qui est le coût du capital, est le même pour toutes les entreprises. Puisque sur un marché parfait, toutes les combinaisons de titres se valent. Ainsi, les cash-flows actualisés sont indépendants de sa structure financière. On peut conclure que sous les hypothèses précitées, la valeur de l'entreprise est indépendante de sa structure financière⁸.

✓ **Proposition II** : le coût des fonds propres augmente avec l'augmentation de l'endettement.

Dans leur deuxième proposition, Modigliani et Miller indiquent que le coût des fonds propres augmente avec l'endettement financier.

• Principe de raisonnement :

Les fonds propres d'une entreprise endettée présentent un risque financier plus élevé, une prime de risque vient augmenter le coût de ces fonds. Autrement dit, les actionnaires devraient recevoir en compensation un rendement espéré supérieur. Ce principe nous laisse dire que le coût des fonds propres est positivement corrélé avec l'endettement.

Ainsi et dans tel monde hypothétique, ces deux auteurs concluent à la neutralité de la structure du capital. Par conséquent, quelle que soit la structure d'endettement adoptée, les entreprises ont la même valeur sur le marché.

D'autres chercheurs se sont joints à Modigliani et Miller (1958) en proposant d'autres modèles pour démontrer la neutralité de la structure du capital sur la valeur de la firme. À cet égard on peut citer le travail de Sharpe (1964) qui, en proposant les mêmes hypothèses que Modigliani et Miller, et en utilisant un modèle basé sur l'équilibre de rendement des titres, ont conclu que la valeur de la firme est indépendante de sa structure du capital.

1.2 Limites de l'approche de Modigliani et Miller(1958)

L'idée de Modigliani et Miller est considérée comme révolutionnaire. Elle a le mérite d'être la première théorie qui formalise d'une manière « simple et claire » le problème de

⁸Ly-baro. F., « Structure financière de l'entreprise », Edition Economica, Paris, 2002, p14.

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

l'impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise. C'est aussi elle qui introduit le principe, de la séparation entre la sphère réelle et la sphère monétaire à la finance de l'entreprise. Ce principe implique par la suite que c'est l'investissement qui crée la richesse et non pas son financement.

2. L'intégration de la fiscalité

Les résultats de Modigliani et Miller ne sont valides que dans leur contexte (parfait). Les hypothèses cruciales de ce modèle ignorent certains facteurs comme l'existence de la fiscalité, les coûts de faillite et les coûts d'agence. Par ailleurs, plusieurs critiques sont formulées à l'égard de cette théorie quant à son réalisme. C'est la raison pour laquelle Modigliani et Miller ont complété leur apport en introduisant l'effet fiscal.

2.1 La proposition de Modigliani et Miller avec impôt sur la société (impôt corporatif) (1963)

Modigliani et Miller (1963) ont été les premiers à amender leurs conclusions et ceci en intégrant les taxes sur les firmes dans leurs modèles et ceci pour voir l'impact de ces impôts sur la structure du capital. Ils montrent que dans un univers caractérisé par l'existence d'un impôt corporatif et l'absence d'un impôt personnel, il est mieux pour la firme de s'endetter pour profiter des économies d'impôts dues à la déductibilité fiscale des charges des dettes. Ainsi, et avec cet avantage fiscal, la valeur de l'entreprise endettée est égale à la valeur de la firme non endettée augmentée de la valeur des économies d'impôts réalisées grâce à cette possibilité de déductibilité de charges financières.

Cette proposition peut être exprimée par l'égalité suivante ⁹:

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

-VL : la valeur de la firme endettée

-VU : la valeur de la firme non endettée

- i : le taux d'imposition corporatif

-(D* i) : la valeur de l'avantage fiscal actualisé de la dette.

À travers leur article, Modigliani et Miller (1963) montrent que le paramètre fiscal explique le taux d'endettement élevé des entreprises d'autant plus qu'ils concluent qu'une firme devrait s'endetter à 100% si elle voulait profiter au maximum des avantages fiscaux de

⁹Charreaux.G, «Finance d'entreprise », 3eme édition EMS, P 136

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

la déductibilité des intérêts. Cette conclusion est théorique et peu réelle puisque rare si ce n'est inexistant qu'une entreprise a une structure de capital composé seulement de la dette. Ainsi et à partir de cette approche, beaucoup de théoriciens ont évoqué des facteurs susceptibles contrebalancer l'avantage fiscal provenant de la déductibilité des intérêts de la dette. La première réaction est venue de la part de Miller (1977) qui publie un article dans lequel il explique l'existence d'une autre imposition qui neutralise l'avantage fiscal réalisé.

2.2. Proposition de Miller 1977 en présence d'impôt corporatif et l'impôt personnel

En effet, Miller (1977)¹⁰, a repris le même modèle de Modigliani et Miller (1963) mais en ajoutant cette fois-ci l'effet de l'impôt personnel¹¹ à celui de l'impôt corporatif, l'idée derrière ce modèle est de tester quel est l'impact que pourrait avoir le niveau d'imposition des investisseurs sur la valeur de la firme et sa structure du capital, il obtient ainsi l'expression suivante qui met en relation la valeur de la firme endettée avec celle de la firme non endettée:

$$VL = VU + (1 - ((1 - i) * (1 - Tps) / (1 - Tpb))) * D$$

Ce qui équivaut à :

$$VL = VU + G$$

Où;

-VL : la valeur de la firme endettée

-VU : la valeur de la firme non endettée

-i : le taux d'imposition corporatif

-Tps : le taux d'imposition personnel sur les dividendes et les gains en capital

-Tpb : le taux d'imposition personnel sur les revenus en intérêts

-D : la valeur de la dette;

-G est le gain du levier financier

Miller (1977) évoque dans son analyse le cas où les taux d'impôts personnels sur les revenus en intérêts (Tpb) ainsi que les taux d'impôts sur les dividendes et les gains en capital (Tps) sont nuls, ou encore s'ils sont égaux, le gain financier de la dette en ce moment-là serait égal au taux d'imposition corporatif (i) et par conséquent ramené à l'expression d'origine de Modigliani et Miller (1963) donnée par:

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

¹⁰ Miller .M, « Debt and Taxes », in Journal of Finance, vol 32, n°02, 1977. P.270.

¹¹ L'impôt personnel c'est l'impôt qui taxe le capital ou le revenu en tenant compte de la situation du contribuable.

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

Donc, pour récapituler, on peut dire que la dette, s'il existe toujours un effet de levier, peut garder son aspect avantageux malgré la présence des impôts corporatifs et personnels, en effet, tout dépendra du gain du levier financier qui peut être positif, nul ou négatif selon la valeur des taux d'imposition T_{pb} , T_{ps} et i .

Dans la même ligne d'idée, De Angelo et Masulis (1980)¹² ont introduit la notion de crédit d'impôts non liés à l'endettement comme ceux liés à l'investissement ou bien à l'amortissement qui viennent contrebalancer les économies d'impôts réalisés grâce à la déductibilité des charges financières. D'après ces auteurs, et en situation d'équilibre, de telles possibilités de déductions fiscales viennent réduire voire annuler l'impact de l'avantage fiscal corporatif de la dette. Ces résultats confirment bien les conclusions de Miller (1977) qui voit qu'il n'existe pas une structure optimale d'endettement, mais le niveau de l'endettement pourrait dépendre des taux d'imposition si l'entreprise choisit son mode de financement en tenant compte de la fiscalité. Graham (2000) intègre des fonctions d'endettement spécifique pour estimer l'avantage fiscal moyen de la dette.

Autrement dit, la firme peut doubler ses avantages fiscaux par la multiplication de la dette jusqu'à ce que l'avantage fiscal marginal commence à diminuer. Comme il a été dit précédemment, il est impossible qu'une firme s'endette à 100% et ceci est dû à la présence de certaines imperfections de marché qui viennent nuancer les bienfaits de la dette.

A l'aide d'un exemple chiffré, nous allons essayer de démontrer l'influence de la fiscalité lorsqu'une société décide d'emprunter ou de ne pas emprunter.

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

-Entreprise A sans dette ; fonds propres=2000DA ; Dettes=0

-Entreprise B avec dettes ; fonds propres=1000DA ; Dettes=1000DA ; Coût de la dette=6%

Etant identiques, ces 02 entreprises ont le même bénéfice avant intérêt et impôt=860DA

¹²De Angelo et Masulis 1980, «Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation», Journal of Financial Economics, vol. 8, mars 1980, pp. 3-29.

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

Tableau N°1 : Exemple sur l'impact de la fiscalité dans deux entreprises.

Désignations	ENTREPRISE A	ENTREPRISE B
Actif économique	2000	2000
Fonds propres	2000	1000
Endettement	0	1000
bénéfice avant intérêt et impôt	860	860
Taux d'intérêt (coût de la dette)	0	6%
Charges financières	0	60
Résultat avant impôt	860	800
IS (50%)	430	400
Résultat net	430	400
Rentabilité financière ROE $\frac{\text{Résultat net}}{\text{Fonds propres}} * 100$	21,5%	40%
Rentabilité économique ROA $\frac{\text{Résultat net}}{\text{Actif économique}} * 100$	21,5%	20%
Effet de levier (ROE-ROA)	0	20%

Source : fait par nous-mêmes des données de l'exemple de madame ASSOUS (module théorie financière M1).

→ Entreprise(A) :

- Pour 1DA investi, l'actionnaire aura 21,5%.
- L'entreprise a payé 430 DA d'impôt.

→ Entreprise (B) :

- Pour 1DA investi, l'actionnaire aura 40%.
- L'entreprise a payé 400 DA d'impôt.
- L'effet de levier dans cette hypothèse est donc de 20% (ROE – ROA), ce qui signifie que l'endettement joue favorablement dans l'amélioration de la rentabilité des capitaux propre.

Il y a eu une économie d'impôt d'une valeur de 30DA pour l'Entreprise(B)

3. La théorie des compromis

La remise en cause progressive des hypothèses proposées par Modigliani et Miller a favorisé l'émergence d'une nouvelle théorie explicative des déterminants de la structure financière. Il s'agit de la théorie de compromis¹³ dont la première version est l'aboutissement de la remise en cause de l'hypothèse relative à la faillite, car l'existence d'une probabilité de

¹³ En Français, on trouve plusieurs appellations de cette théorie : Trade Off Theory (TOT), théorie du compromis statique ou la théorie de l'arbitrage statique.

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

faillite conjuguée à l'imposition des entreprises, conduit à une situation où la structure du capital est la résultante d'un arbitrage entre les économies d'impôt liées à l'endettement et les coûts d'une éventuelle faillite.

La deuxième version de cette théorie est la résultante de la remise en cause de l'hypothèse d'absence de conflits d'intérêt entre les différents acteurs de la vie économique et financière de l'entreprise. Cette remise en cause relève de la théorie d'agence qui met l'accent sur les différents coûts qui naissent de la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants, d'une part, et entre actionnaires et créanciers, d'autre part. C'est ce qui sera traité en détail dans la section 03.

Pour bien comprendre la relation existante entre les coûts de faillite et la structure financière, il est bien nécessaire de passer d'abord par la présentation de ces coûts.

3.1. Les coûts de faillite

Les coûts de faillite sont engendrés soit par la menace de cessation de paiement ou suite à la survenance de la faillite. Donc, ces coûts sont la conséquence de l'augmentation du risque de faire faillite. Le coût de la dette devrait augmenter en fonction du niveau d'endettement de la firme, et cela devrait entraîner, malgré l'avantage fiscal, une baisse de valeur des actions.

Par ailleurs, plus le niveau d'endettement augmente plus le risque de faillite augmente. En effet, la faillite n'est autre que la procédure judiciaire qui suit la défaillance, elle entraîne dans son sillage un certain nombre de coûts supplémentaires.

On distingue deux (02) types coûts¹⁴ :

- ✓ Les coûts directs de faillite : comme leur nom l'indique, sont des coûts liés directement à la survenance de l'événement de faillite. Ces coûts sont des charges « qui interviennent en termes de sortie de liquidités au moment de faillite »¹⁵
- ✓ Les coûts indirects de faillite : Les coûts indirects de faillite sont des coûts associés à l'endettement et à l'augmentation du risque de défaillance. Baxter les décrit comme des coûts liés à la réorganisation de l'entreprise¹⁶. Ils concernent notamment :

-La perte de chiffre d'affaires qui peut intervenir suite à la perte de la clientèle. En effet, l'entreprise perd de plus en plus les parts de marché si sa probabilité de faillite est élevée ;

¹⁴Damondran .A, « Finance d'Entreprise », éd De Boeck, Bruxelles, 2007, p. 734

¹⁵ L'entreprise non endettée n'a pas de frais fixes financiers et qu'elle peut se permettre une succession de mauvaises années, plus aisément que celle qui est endettée, qui doit constamment payer des frais fixes sur sa dette.

¹⁶ Baxter N.D., "Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capita l", Journal of Finance, 1967, pp. 395-404.

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

- Les conditions commerciales strictes qu'elle subit par les fournisseurs qui se protègent de la possibilité de faillite. Par conséquent, le besoin en fonds de roulement augmente ce qui va empirer la situation davantage ;
- Les difficultés voir l'impossibilité de trouver des financements à ses projets, ce qui engendre le rationnement du capital donc de renoncer à des projets d'investissement rentables. Les coûts d'opportunités d'investissement rendent le redressement délicat¹⁷.

Tableau N°2: Les coûts directs et indirects

	COÛTS DIRECTS	COÛTS INDIRECTS
A PRIORI	-Coûts administratifs. -Coûts de réorganisation. -Coûts financiers.	-Coûts d'image (crédibilité financière et commerciale).
A POSTERIORI	-Coûts de délégation. -Coûts de vente forcée et urgente des actifs. -Coûts sociaux	-Coûts d'opportunité (manque à gagner).

Source : Malécot J.F, La mesure des coûts de faillite : une note, Finance (1984)

* Selon Malécot (1984), les coûts de faillite sont loin d'être négligeables.¹⁸

3.2. Le ratio d'endettement optimal

Même si la fiscalité favorise l'endettement de l'entreprise par le biais de l'augmentation de sa capacité financière, elle engendre parallèlement l'accroissement du risque de défaut de l'entreprise. Donc, les dirigeants de l'entreprise, qui essaient de maximiser la valeur de l'entreprise, doivent réaliser un arbitrage entre les gains procurés par les économies d'impôts sur les intérêts de la dette et les pertes engendrées par les coûts de faillites.

La prise en compte des imperfections du marché tels que la fiscalité et les coûts de faillite a conduit plusieurs théoriciens à insister sur l'importance de faire un arbitrage entre les coûts

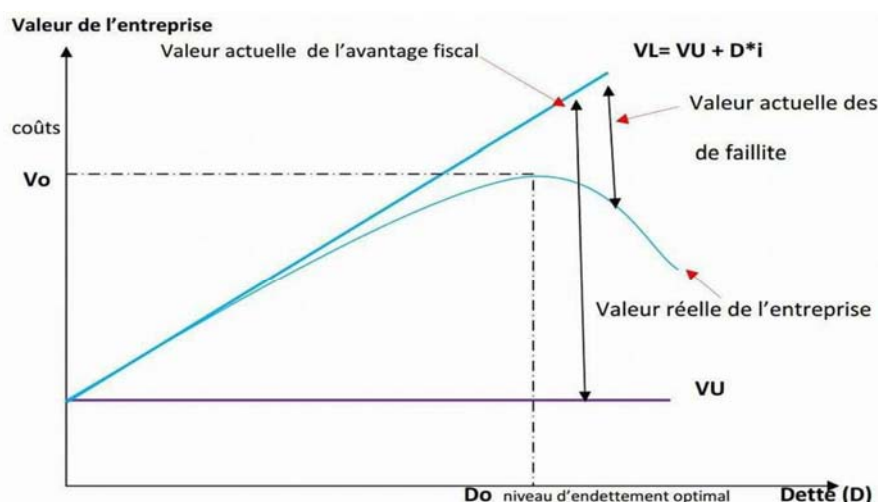
¹⁷ Ly-Baro. F., "Structure financière de l'entreprise", édition economica, 2002, p.19.

¹⁸Malécot. JF, La mesure des coûts de faillite : une note, Finance, 1984.

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

et les avantages de l'endettement. Dans ce cas, une structure optimale du capital est alors possible. La théorie appelée théorie des compromis stipule que les firmes possèdent des ratios d'endettement déterminés à partir d'un arbitrage entre les avantages fiscaux générés par l'endettement et les coûts de faillite. Donc cette théorie prend en compte en premier lieu les économies fiscales liées à l'endettement, par la suite elle incorpore les coûts de faillite, enfin elle arrive à expliquer la structure de capital par un arbitrage à la marge entre ces deux (02) déterminants. (Voir Graphique N°1)

Graphique N°1: La valeur de l'entreprise selon théorie des compromis



Source : ROSS S.A.,

WESTERFIEL R.W. ET JAFF, F., Gestion financière de l'entreprise, édition Dunod, p. 552.

Sur le plan empirique, parmi les principales études qui ont été faites sur les coûts directs de faillite, nous citons celle de Baxter (1967)¹⁹, qui en s'intéressant qu'aux coûts directs et plus facilement mesurable, il les évolue à 20% de la valeur de la firme. D'autres auteurs tels que Warner (1977)²⁰, négligent les coûts de faillite et les considèrent comme trop faibles pour compenser l'avantage fiscal résultant des économies d'impôts.

Alors, pour conclure, on peut dire que malgré les avantages procurés par l'endettement, de nombreux auteurs, dont les précurseurs sont Beaver(1966) ou encore Altman(1968), insistent sur le fait que l'excès d'endettement conduisait à la fragilisation de l'entreprise et augmentait la probabilité de défaillance de la firme, ce qui va engendrer des coûts tels que les coûts d'agence et les coûts de faillite. C'est pourquoi, l'arbitrage entre les avantages fiscaux et les coûts de faillite résultant de l'endettement est très important pour l'entreprise.

3.3. Les limites de la théorie des compromis (Trade of theory TOT)

¹⁹Baxter N.D., "Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital", Journal of Finance

²⁰ Warner, J. « Bankruptcy, Absolute Priority and the Pricing of Risky Debt Claims », Journal of Financial Economics 20 Mai 1977, PP 239-276.

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

Même si elle reflète plus la réalité en se détachant des hypothèses très restrictives de Modigliani et Miller, la théorie des compromis comporte plusieurs limites quant à la faiblesse de son pouvoir explicatif ainsi que sa mise en œuvre.

Premièrement, les observations empiriques montrent qu'il y a une différence de ratio d'endettement des entreprises appartenant à la même branche d'activité. Les résultats de la TOT ne peuvent pas expliquer cette différence. En effet, nous rappelons que selon cette théorie, le ratio d'endettement maximal est déterminé selon l'arbitrage entre les coûts de faillite et l'avantage fiscal à l'intérieur de même branche d'activité, ces deux déterminants sont équivalents pour l'ensemble des entreprises.

Deuxièmement, La TOT prévoit que les entreprises les plus rentables sont celles qui profitent au maximum de l'avantage fiscal dû à l'endettement. La réalité observée consiste au fait que les entreprises les plus rentables sont les moins endettées²¹.

Enfin, il semble difficile de prévoir si une compagnie risque la faillite plus qu'une autre. Beaucoup d'études ont tenté avec plus ou moins de succès de prévoir les faillites. Mais ces recherches n'ont obtenu que des résultats mitigés. En effet, comment se fait-il que plusieurs institutions prêteuses radient encore leurs prêts émis suite à une faillite ? Nous croyons que la théorie des coûts de faillite possède une valeur théorique certaine. Par contre, la mise en pratique s'avère plutôt ardue.

La levée des hypothèses concernant les coûts de faillite conduit à une situation où la définition d'une structure financière optimale est le jeu d'un arbitrage entre l'avantage fiscal de l'endettement et les coûts résultant d'une éventuelle faillite.

Section 03 : Apport des théories financières modernes

La théorie moderne constitue un réel tournant dans la théorie financière par l'enrichissement de nouvelles hypothèses et de nouveaux modèles. Elle a pu appréhender des phénomènes financiers que la théorie classique traditionnelle ne faisait que décrire. En effet, en plus des effets liés à la fiscalité et aux coûts de défaillance, la théorie financière s'est orientée vers la remise en cause de l'hypothèse de perfection de l'information à disposition des agents économiques. Les développements relatifs à la théorie de l'agence et du signal ont ainsi permis de proposer différentes explications aux choix de financement des entreprises, des explications qui mettent l'accent sur l'importance des conflits d'intérêt entre les principaux agents participant à la vie économique et financière de l'entreprise. Ainsi, en plus de la théorie de l'agence et du signal, la structure du capital acquis plus d'éclaircissement grâce à la théorie hiérarchique des financements.

²¹Jefferey.K, Masson .M « Do taxes affect corporate financy decisions», in journal of finance, vol 45, n°5, 1990, pp 1471-1493.

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

1. La théorie d'Agence (Jensen et Meckling 1976)

1.1. Définition de la relation d'agence

Le point de départ de la relation d'agence est donné par un texte publié en 1976 par Jensen et Meckling²². Ces deux(02) auteurs définissent la relation d'agence comme : *«Un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (principal) engage une autre personne (agent) pour accomplir des services en leur nom, services qui impliquent la délégation d'un pouvoir de décision au profit de l'agent»*.²³

Jensen et Meckling (1976) ajoutent qu'il existe dans toutes firmes managériales des divergences d'intérêts entre actionnaires et dirigeants non propriétaires. Les deux (02) parties étant liées par une relation d'agence.

Habituellement, le rôle des dirigeants est de collecter les fonds provenant des actionnaires afin de les investir dans des projets productifs. Cependant, les actionnaires veulent s'assurer que leurs fonds sont bel et bien investis dans des projets rentables et qu'ils auront par la suite le rendement espéré qu'ils se sont fixés au départ. Mais vu leurs coûts très élevés d'une part, et l'impossibilité de prédire avec exactitude les résultats des projets dans lesquels la firme a investi d'autre part, il est difficile pour les actionnaires de faire signer les dirigeants un contrat qui leurs mettra devant l'obligation de résultat prédéterminé. Par conséquent, les dirigeants se retrouvent libres pour utiliser les fonds ramassés, et ceci ne fait qu'augmenter les conflits déjà existant entre ces deux(02) parties.

1.2. Les sources des coûts d'agence

On se propose de présenter dans ce point les coûts d'agence qui résultent des conflits existants entre actionnaires et dirigeants d'une part et actionnaires et créanciers d'autre part.

Ensuite, on décrira l'impact de l'endettement sur les coûts d'agence et on finira par faire un survol sur les différents mécanismes de régie interne dont le but est de réduire l'impact des coûts d'agence sur la valeur de la firme.

1.2.1. Les conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants:

La divergence des intérêts entre les gestionnaires de la firme et actionnaires constitue la principale source de conflits qui existent entre eux. En effet, les dirigeants, utilisent les fonds provenant des actionnaires afin de financer les projets de la firme, ce qui engendre généralement des problèmes d'expropriation ou de mauvaise allocation des ressources. Jensen et Meckling (1976) soutiennent que le conflit vient du fait que les dirigeants ne bénéficient

²² Selon Jensen et Meckling (1976) les coûts d'agence correspondent à la somme des coûts de surveillance supportés par le principal, les coûts d'engagement supportés par l'agent et les pertes résiduelles.

²³ Guy Numa, « Théorie de l'agence et concessions de chemins de fer français au 19ème siècle », Revue d'économie industrielle, n°125, page 105.

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

pas du gain total de leur effort, malgré qu'ils supportent toute la responsabilité, par conséquent, les gestionnaires essaient de s'approprier certaines ressources de l'entreprise.

Les deux(02) auteurs proposent une rémunération basée sur les actions de la firme comme moyen pour atténuer ces conflits

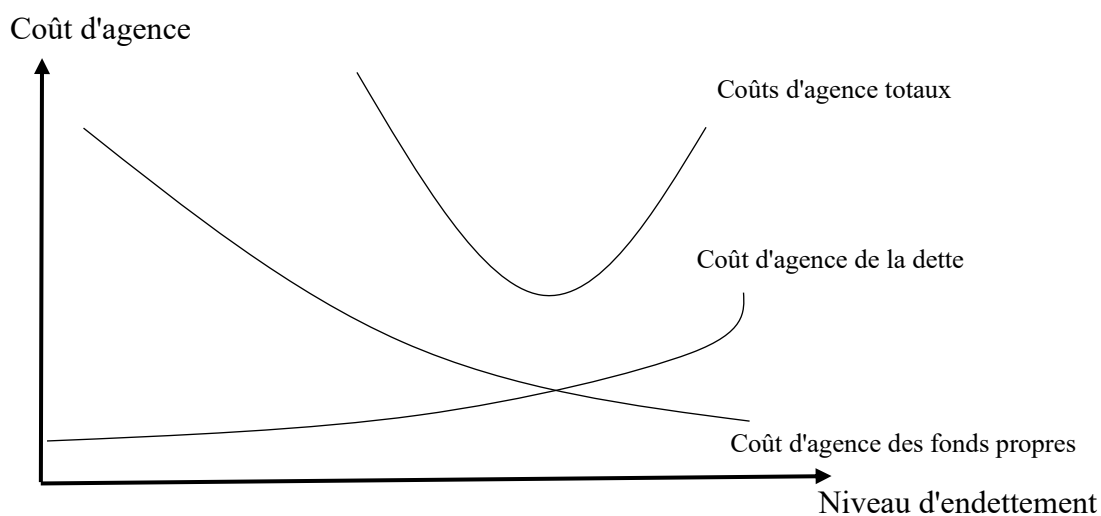
Selon Jensen (1986), les coûts d'agence résultant des conflits d'agence existant entre actionnaires (mandataire) et dirigeants (mandants) se présentent comme suit:

- ✓ Les dépenses de contrôle engagées par l'actionnaire pour superviser la gestion du manager et par la suite s'assurer qu'elle est compatible avec son intérêt ;
- ✓ Les dépenses engagées par le manager pour signaler à l'actionnaire qu'il agit bel et bien pour la maximisation de sa richesse ;
- ✓ Les coûts résiduels provenant de l'impossibilité d'exercer un contrôle total sur le gestionnaire.

1.2.2. L'impact de l'endettement sur les coûts d'agence

Parmi les solutions proposées pour résoudre les problèmes d'agence qui existent au sein de l'entreprise, on trouve l'endettement(levier financier) qui peut être vu comme mécanisme de gouvernance obligeant les dirigeants à honorer leurs engagements en versant les liquidités aux détenteurs d'obligations, donc le financement par la dette réduit le comportement opportuniste des dirigeants puisque tout défaut de paiement de la dette entraînera automatiquement la faillite de la firme. Par conséquent, Diamond (1984) estime que le mandataire a intérêt d'augmenter la dette afin d'optimiser son contrôle sur l'activité de gestion du mandant. Aussi, le paiement des intérêts à échéance fixe de la dette réduit la possibilité d'investissement sous optimal pour le manager qui ne trouvera pas assez de cash-flow disponible.

Graphique N°2: structure de financement et coûts d'agence de la dette



Source: Ydriss Ziane : la structure d'endettement des petites et moyennes entreprises françaises

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

Jensen & Meckling (1976)²⁴ voient que l'endettement est le meilleur moyen pour réduire les coûts d'agence puisque, d'une part, il aligne les intérêts des actionnaires avec ceux des dirigeants et, d'autre part, il envoie un signal au marché reflétant la gestion de l'entreprise et son plan de développement dans le futur.

Myers (1977) estime que la dette réduit les conflits d'agence au sein de l'entreprise dans la mesure où le paiement des dettes non échues crée des décisions de sous-investissement se traduisant par le rejet de projets rentables qui nécessiteraient un financement par action et par conséquent une dilution de capital. Il définit donc une relation négative entre le niveau de l'endettement et l'opportunité de croissance de la firme.

Toutefois, si la dette peut atténuer le problème de conflits d'agence qui existe entre dirigeants et actionnaires, cette conclusion n'est pas vérifiée dans le cas des conflits entre actionnaires et créanciers.

1.2.3. Les conflits d'agence entre actionnaires et créanciers

La principale source de conflits dans la relation actionnaires - créanciers est le risque. En effet, les actionnaires et les dirigeants s'engagent dans les projets les plus risqués. L'idée derrière ça est de faire supporter aux créanciers (obligataires ou banque) la majorité du risque en cas de défaillance et de bénéficier des surplus du cash-flow dans le cas où l'investissement est rentable. Les dirigeants essaient alors de détourner les fonds prêtés par les créanciers dans les projets les plus risqués. En cas de succès, on aura une situation dans laquelle on assiste à une augmentation de la valeur de l'entreprise et par conséquent le prix de son action, sans pour autant avoir un impact sur la valeur de l'obligation qui a servi à la réalisation de ce projet. Dans le cas contraire, c'est-à-dire si le projet ne s'avère pas rentable et l'entreprise déclare faillite, les obligataires supportent la majorité du risque.

1.3. Les mécanismes pour réduire les coûts d'agence

Comme il a été défini précédemment, la dette constitue un moyen pour réduire les conflits d'agence qui existe entre les actionnaires et les dirigeants. La littérature présente d'autres mécanismes ayant pour objectif d'atténuer ces conflits et de réduire les coûts qui en résultent dont l'impact négatif sur la valeur de firme est claire.

- **La rémunération incitative:** il s'agit de lier la rémunération à la performance de la firme afin de les motiver à maximiser la richesse des actionnaires. Cette situation incite plus les dirigeants à prendre des décisions adéquates et de s'impliquer davantage dans l'activité de l'entreprise.

- **Les actionnaires majoritaires :** leur présence accroît la probabilité de surveillance sur les dirigeants de l'entreprise et réduit par conséquent les coûts d'agence. Reste toujours dans ce mécanisme de contrôle le problème des actionnaires minoritaires qui ne veulent pas supporter les coûts liés à la surveillance des dirigeants.

²⁴ Jensen c. & Meckling, «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Owner ship Structure. » Journal of Financial Economics, 3, 1976, pp 305-360.

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

- **La participation dans la capitale action de l'entreprise:** les dirigeants auront plus d'intérêt pour maximiser la valeur des actionnaires et par la suite augmenter la valeur de l'entreprise quand ils ont une participation élevée dans son capital action.
- **Les activités de surveillance:** ce sont des activités de contrôle engagées par les actionnaires minoritaires de l'entreprise par lesquelles ils demandent aux dirigeants d'élaborer des rapports comptables afin qu'ils soient informés de la situation financière de l'entreprise.

2. La théorie de signal (Ross 1977)

2.1. Présentation du principe de la théorie

La théorie du signal part du principe que l'information est inégalement partagée entre les dirigeants de l'entreprise et ses investisseurs extérieurs. Les gestionnaires, mieux informés sur la valeur du cash-flow des projets d'investissement, vont essayer d'envoyer des signaux au marché afin de réduire les coûts dus à cette asymétrie d'information (c'est-à-dire que les dirigeants ont intérêt à transférer une partie de l'information privée aux investisseurs externes par le biais d'un signal). Ces signaux doivent être coûteux, crédibles et inimitables afin de véhiculer une bonne information sur la santé de l'entreprise d'une part et pour qu'ils ne soient pas facilement repris par les dirigeants dont la qualité de la gestion est mauvaise.

La première application de cette théorie à l'analyse de la structure financière des entreprises est due à Ross (1977)²⁵ qui voit qu'un endettement élevé constitue un bon signal envoyé de la part des dirigeants aux initiés pour les informer de la bonne performance de l'entreprise et de l'absence de comportements opportunistes.

L'entreprise est dans l'obligation de créer de la valeur pour ses actionnaires, ce qui rend coûteux le financement par fonds propres, et pour faire face à cette cherté des fonds propres, l'entreprise opte pour l'endettement. La théorie de signal montre que la valeur de l'entreprise augmente avec la hausse de l'endettement. En effet ce mode de financement, certes risqué, influe positivement la performance de l'entreprise. D'après Ross (1977), le niveau d'endettement est un signal diffusé par le dirigeant pour faciliter l'identification du type d'entreprise qu'il dirige. Pour inciter les dirigeants à mener à bien leur travail au profit des actionnaires, l'entreprise leur accorde des intéressements, à partir de là, les dirigeants sont dans l'obligation d'émettre des signaux crédibles, parce que si ces derniers émettent de mauvais signaux, certes l'entreprise peut retirer des gains, mais seront inférieurs à la pénalité encourue²⁶.

Pour conclure, on peut dire que la théorie de signal réduit d'une façon importante les coûts dus à l'existence d'une asymétrie d'information entre les dirigeants et le marché. Ces signaux coûteux, crédibles et inimitables servent généralement d'informer sur la bonne gestion de

²⁵Ross, S, «The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach » Bell Journal Of Economics, vol. 8, 1977, pp 23-40.

²⁶ www.études-et-analyses.com « Théorie financière de signalisation », publié Mai 2007.

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

l'entreprise ainsi que la qualité de ses projets. Ils servent également à montrer que les managers n'adoptent pas de comportements opportunistes.

2.2. Les limites de l'approche

Plusieurs critiques ont été formulées à cette théorie.

Premièrement, Quintart et Ziswiler²⁷ estiment que l'approche précédente est critiquable du fait qu'elle ne considère pas la taille, le pouvoir et la réputation de l'entreprise.

Deuxièmement, 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, dont Jensen²⁸, l'endettement serait un vecteur de réduction des comportements opportunistes.

Enfin, il existe plusieurs résultats empiriques qui nient ses prédictions. Ils annoncent que les entreprises les plus endettées sont les entreprises les moins rentables. Ils affirment que le choix d'une structure financière correspond beaucoup plus aux perspectives de l'entreprise.

3. La théorie de financement hiérarchique (pecking order theory (POT) Mayer et Majluf 1984)

3.1. Présentation du principe de la théorie

Il s'agit de connaître l'ordre de préférence des sources de financement, cette théorie du financement hiérarchique, ou pecking order theory a été développée dans les travaux de Myers (1984)²⁹ et Myers et Majluf (1984)³⁰ et qui tient les racines dans les travaux de Donaldson (1961).

Le raisonnement de cette théorie s'appuie sur la considération des coûts inhérents à l'existence d'asymétrie d'information. Cette asymétrie engendre des phénomènes de sélection adverse qui affectent la demande de financement externe. Pour éviter de subir cette sélection adverse, les entreprises ont un ordre de préférence entre les moyens de financement. Elles les classent comme suit : Financement interne (L'autofinancement) et le financement externe (dette classique en suite la dette convertible et augmentation du capital par l'émission d'actions nouvelles).

3.1.1. Le financement interne

C'est le financement par les bénéfices non distribués. En effet, l'entreprise ne fait appel à d'autres moyens de financement qu'une fois elle a épuisé toute sa capacité d'autofinancement. Le recours en premier lieu au financement interne a été prouvé par plusieurs enquêtes depuis

²⁷ QUINTART A. et ZISWILLER R., « Théorie de la Finance », PUF, 1989, p. 22.

²⁸ GOFFIN R. « Principe de la finance moderne », Edition economica, 2001, p 301.

²⁹ MYERS S., "The Capital Structure Puzzle", Journal of Finance 39, 1984, pp 575-592.

³⁰ Myers. S. et Majluf, «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investor do not have», Journal of Financial Economics, vol 13, 1984, pp187-221.

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

les travaux de Donaldson (1961) mais sa formulation théorique n'est faite qu'avec l'introduction du concept d'asymétrie de l'information. Ainsi, le financement interne permet d'adopter une politique de distribution de dividendes en fonction de ses cash-flows espérés sans pour autant fournir l'information sur ses projets. L'information supposée chère peut être utilisée par les concurrents.

3.1.2 Le financement externe

Une fois le financement interne est épuisé, l'entreprise choisit toujours l'endettement en premier lieu dans les financements extérieurs. Cependant, en présence de coûts de défaillance importants dus à l'endettement excessif, l'entreprise peut être amenée à émettre des actions pour financer ses investissements ou pour se désendetter.

3.3.2. Les forces et faiblesse de la théorie de financement hiérarchique

Le point suivant récapitule les forces et les faiblesses de la théorie de financement hiérarchique.

3.2.1. Les forces de la théorie de financement hiérarchique

La POT a expliqué trois phénomènes largement observés :

- L'endettement est une fonction inverse du profit. En comparant les entreprises à l'intérieur de la même branche, on trouve que l'endettement est une fonction inverse du profit. La POT explique ce point comme suit :

- Dans la même branche, les entreprises ont presque le même taux de croissance et donc le même niveau d'investissement ;

- Les entreprises les plus rentables ont une capacité de financement plus importante. Donc elles font moins appel à la deuxième alternative de financement.

- Les opérations de conversion des ressources font baisser les cours. En effet la POT prévoit exactement le phénomène observé à savoir :

- La baisse des cours lorsque on échange la dette contre les fonds propres ;

- La hausse des cours dans le cas contraire.

- Les émissions des actions nouvelles sont rares sur le marché, et leur annonce est accompagnée de baisse des cours.

3.2.2. Les faiblesses de la POT

Les faiblesses de la POT résident dans son incapacité d'expliquer quelques observations. Myers lui-même reconnaît une de ces faiblesses qui concerne le pouvoir d'expliquer la différence des niveaux d'endettement entre branche. En effet selon la POT, seule la différence entre la capacité de financement et le niveau d'investissement explique le recours à

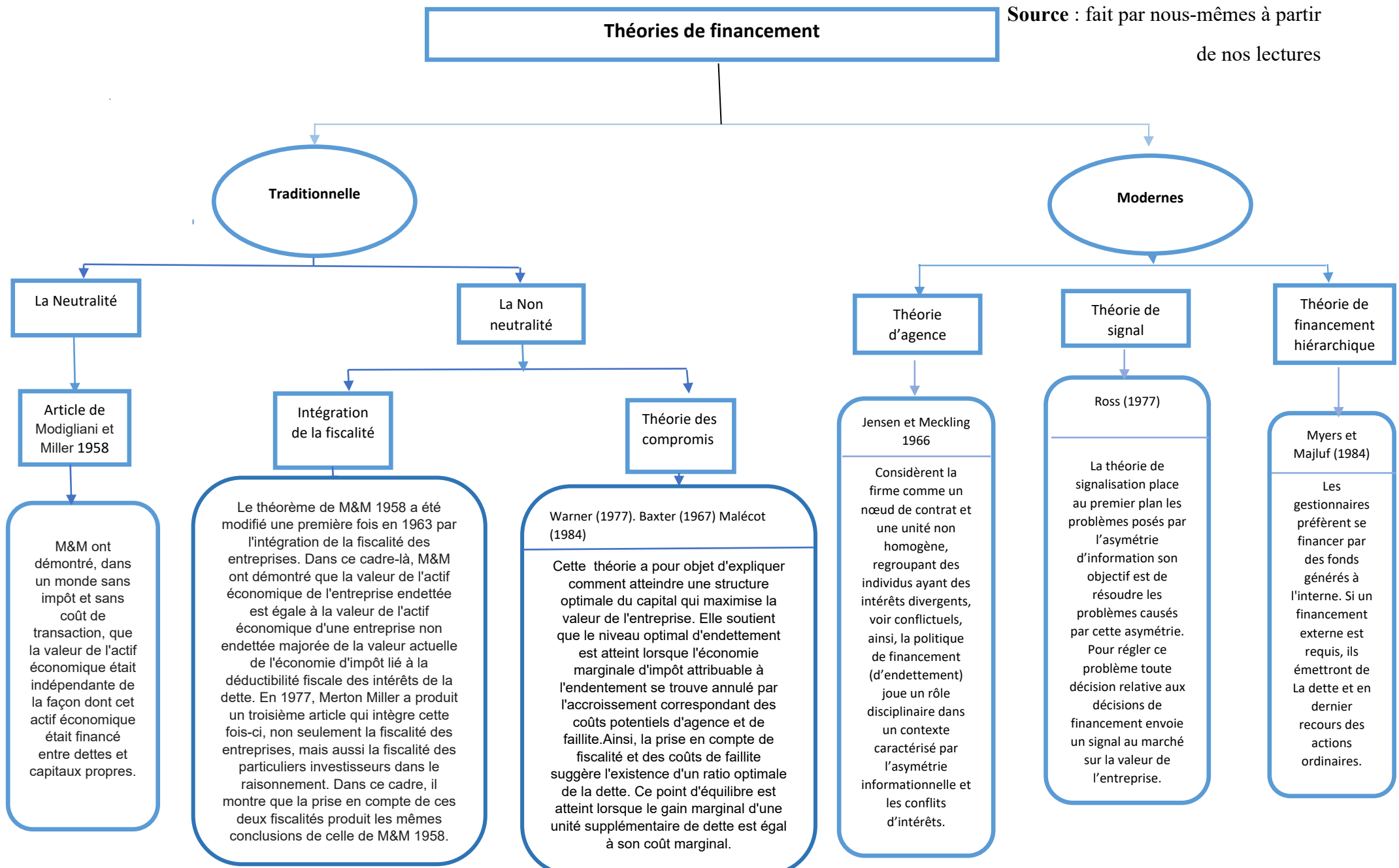
Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

l'endettement. Cependant, plusieurs études ont montré que dans plusieurs cas l'endettement vient comme troisième choix après l'émission d'actions.

Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

Figure N°1 : Résumé des apports des théories de financement

Source : fait par nous-mêmes à partir de nos lectures



Chapitre 01 : Fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

Conclusion

En raison de l'existence d'un effet de levier de la dette, il serait possible de définir une structure optimale du financement, permettant de s'acquitter de l'une des missions revenant au financier d'entreprise. Comme le rappelle R. COBBAUT³¹ "*l'opinion a longtemps prévalu qu'en raison de l'effet de levier de la dette il existe pour l'entreprise une structure financière optimale*".

Nous pouvons dire que les théories financières ont mis en avant le rôle important des décisions d'endettement dans la stratégie financière de l'entreprise :

- Selon Modigliani et Miller, l'endettement est un créateur de valeur. Ceci est dû à l'avantage fiscal provenant de la déductibilité des intérêts d'emprunts ;
- Selon la théorie des compromis il existe un ratio d'endettement optimal de la firme qui est fonction des bénéfices fiscaux de la dette et des coûts de détresse financière ;
- Selon la théorie d'agence, l'endettement est un outil de contrôle, soit pour les propriétaires, soit pour les prêteurs de l'entreprise : il existe deux effets contradictoires de l'endettement sur la valeur de l'entreprise, le premier effet est positif dans le cas des coûts de l'agence des fonds propres entre actionnaires et dirigeants, mais, le deuxième effet est négatif, il résulte des coûts d'agence des dettes financières entre actionnaires et prêteurs ;
- La théorie de signal voit l'endettement comme étant un signal de la performance de l'entreprise endettée : l'endettement en situation d'information asymétrique devrait être positivement corrélé avec la valeur de la firme ;
- Enfin, selon la théorie de financement hiérarchique, l'entreprise doit avoir une hiérarchie de financement en commençant par l'autofinancement, l'endettement, puis en dernier augmentation du capital.

Favoriser l'effet de levier revient donc à s'appuyer plus sur l'endettement plutôt que sur les capitaux propres, il peut s'avérer positif ou négatif. Il faut veiller à garder un bon équilibre entre les capitaux propres et les dettes car la lourdeur de l'endettement peut conduire l'entreprise à faire faillite.

³¹ R. COBBAUT, « Théorie financière », Edition economica, 1997, p. 329.

***Chapitre 02 : L'effet de levier
et son impact sur la valeur de
l'entreprise***

Chapitre 02 : L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

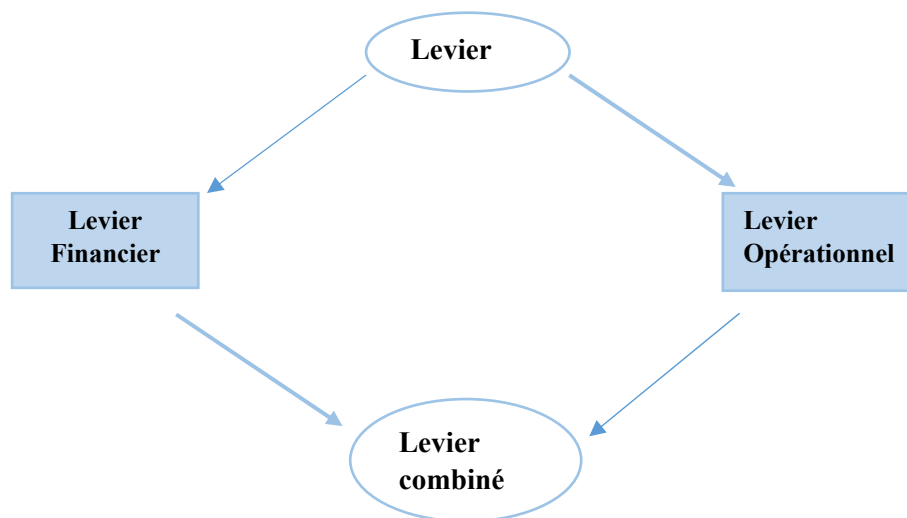
Introduction

En général, l'**effet de levier** signifie l'effet d'une variable sur une autre.

En gestion financière, l'effet de levier n'est pas très différent, cela signifie un changement d'un élément, un changement de profit. Cela implique, en utilisant un tel actif ou une telle source de fonds, pour obtenir un meilleur rendement.

En finance, l'effet de levier est une stratégie que les entreprises utilisent pour augmenter les actifs, les flux de trésorerie et les rendements, bien qu'elle puisse également amplifier les pertes. Il existe deux (02) principaux types de **levier** : financier et opérationnel. Pour augmenter son **levier financier**, une entreprise peut emprunter des capitaux en émettant des titres à revenu fixe ou en empruntant de l'argent directement auprès d'un prêteur. L'**effet de levier d'exploitation** peut également être utilisé pour amplifier les flux de trésorerie et les rendements, et peut être atteint en augmentant les revenus ou les marges bénéficiaires. Les deux (02) méthodes sont accompagnées de risques, comme l'insolvabilité, mais peuvent être très bénéfiques pour une entreprise. On peut rajouter à ces deux (02) types d'effet de levier : **L'effet de levier combiné** qui est la combinaison des deux.

Figure N° 02 : Types d'effet de levier



Source : Fait par nous-mêmes.

Notre objectif dans ce chapitre est de mettre l'accent sur ces deux (02) notions, pour s'y faire nous l'avons partagé en trois (03) sections :

- Au cours de la première section, nous allons présenter l'effet de levier opérationnel ;
- La deuxième sera consacrée à la présentation générale de l'effet de levier financier ;
- La troisième section portera sur le lien existant entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise.

Chapitre 02 : L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

Section 1 : L'effet de levier opérationnel dans la gestion de l'entreprise

Dans la présente section, nous allons tenter de donner les définitions des concepts en rapport avec notre sujet de recherche, et de développer la notion de l'effet de levier opérationnel.

1.1. Notions de base

Avant d'approfondir le sujet d'étude il y a lieu de définir quelques notions de base qui sont les suivantes²⁵ :

- **Résultat d'exploitation**

Le résultat d'exploitation est un élément du compte de résultat d'une entreprise. Il apparaît également dans le tableau des soldes intermédiaires de gestion. Il correspond à la différence entre les produits et les charges liés à l'exploitation des seuls facteurs de production.

$$\text{Le résultat d'exploitation} = \text{produits d'exploitation} - \text{charges d'exploitation}$$

Le résultat d'exploitation est un bon indicateur de la performance économique d'une entreprise sur sa seule activité de production. Il permet aussi de mesurer la rentabilité de l'activité de l'entreprise et d'apprécier les choix d'investissement.

- **Chiffre d'affaires (CA)**

Le chiffre d'affaires (CA) est la somme des ventes de biens ou de services d'une entreprise. Il est égal au montant (hors taxes) de l'ensemble des transactions réalisées par l'entreprise avec des tiers dans le cadre de son activité normale et courante.

$$\text{Chiffre d'affaires} = \text{prix de vente} \times \text{quantités vendues}$$

Le chiffre d'affaires peut se calculer pour n'importe quelle période, cela dit il est souvent calculé de façon mensuelle, trimestrielle et annuelle. Cette notion est le premier indicateur de performance des ventes d'une entreprise.

- **Charges fixes**

Les charges fixes, aussi appelées charges structurelles ou charges de structure, sont indépendantes du niveau d'activité de l'entreprise. Elles représentent un coût pour l'entreprise même si cette dernière ne génère pas de chiffre d'affaires. (Exemple : l'assurance / abonnement électricité et gaz / location/charges fiscalesEtc.).

²⁵ NB : Toutes les formules utilisées dans les notions de base sont tirées de l'ouvrage de Pirre.F, « valorisation d'entreprise et théorie financière », Edition organisation, p102.

Chapitre 02 : L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

- **Charges variables**

Les charges variables, aussi appelées charges opérationnelles ou charges d'activité, sont liées au fonctionnement de l'entreprise et varient en fonction du volume d'activité de l'entreprise. (Exemple : achat matières premières/les frais de transport/coûts de distribution /frais de packaging,etc.).

- **Marge sur coûts variables (M/CV)**

La marge sur coûts variables (MCV) est la différence entre le chiffre d'affaire (CA) et les coûts variables (CV).

$$\text{Marge sur coûts variables} = \text{Chiffre d'affaires} - \text{Coûts Variables}$$

- **Seuil de rentabilité**

Le seuil de rentabilité correspond au chiffre d'affaires pour lequel une entreprise ne génère aucune perte et aucun bénéfice.

$$SR = \frac{\text{charges fixes}}{\text{taux de marge sur coûts variables}}$$

. C'est à dire le chiffre d'affaires pour lequel :

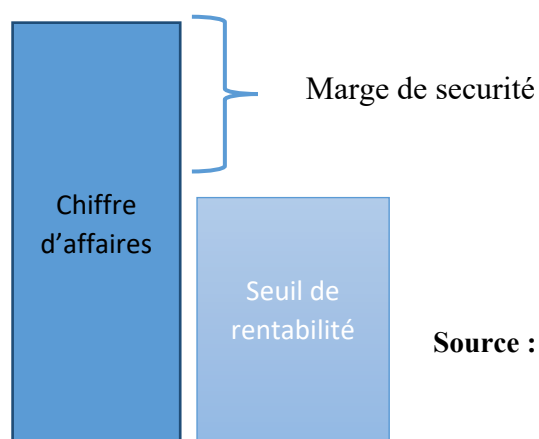
- le résultat d'exploitation est nul $\Rightarrow RE = 0$
- la marge sur coûts variables est égale aux coûts fixes $\Rightarrow M/CV = CF$
- le chiffre d'affaires est égal au coût total (coûts variables + coûts fixes) $\Rightarrow CA = (CV + CF)$

- **Marge de sécurité**

La marge de sécurité correspond à un excédent du chiffre d'affaires par rapport au Seuil de Rentabilité.

$$\text{Marge de sécurité} = CA - SR$$

Figure N° 03 : Marge de sécurité



Source : Fait pas nous-mêmes.

Chapitre 02 :L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

1.2. Présentation de l'effet de levier opérationnel

1.2.1. Définition

Le levier opérationnel²⁶ est un concept très utilisé en analyse financière et en contrôle de gestion. Ce levier correspond à la sensibilité du résultat d'exploitation de l'entreprise à une fluctuation de son activité (variation du chiffre d'affaires). Il se calcule comme la variation du résultat opérationnel en pourcentage du résultat opérationnel divisé par la variation du chiffre d'affaires en pourcentage de ce chiffre d'affaires.

Exemple :

*Un levier opérationnel de 2 signifie par exemple que si le chiffre d'affaires baisse de 2 %, le résultat opérationnel baissera également de 2 %.

*Un levier opérationnel de 3 signifie que si le chiffre d'affaires augmente de 10 %, le résultat opérationnel augmentera également de 30%.

La sensibilité est parfaitement positive, c'est-à-dire ils augmentent dans le même sens.

Le levier opérationnel est aussi une mesure qui illustre la manière dont une entreprise génère des profits à partir de ses coûts fixes. Plus l'entreprise est capable de générer des profits sur une base constante grâce à ses coûts fixes, plus le levier d'exploitation est élevé.

1.2.2. Caractéristiques de l'effet de levier opérationnel

Un indicateur tel qu'un levier opérationnel est caractérisé par un certain nombre de caractéristiques distinctives. Parmi eux, il convient de souligner les suivantes :

- Déterminer l'effet de levier opérationnel ne sera approprié que si l'organisation dans ses activités a franchi le seuil de rentabilité. Cela s'explique par le fait que, quel que soit le montant des revenus perçus, l'entreprise est obligée de rembourser les dépenses constantes.
- À mesure que le volume des ventes de produits augmente, les revenus augmentent, l'importance de l'effet de levier opérationnel diminue progressivement. Étant donné que la société a déjà dépassé le niveau zéro (seuil d'équilibre), le bénéfice avec la croissance des revenus augmentera également de manière continue. Et vice versa.
- La relation entre profit et levier d'exploitation est inverse. Ainsi, nous pouvons dire que cet indicateur aligne d'une certaine manière les valeurs de rentabilité et de risque.
- L'effet de levier d'exploitation n'est valable que pour le court terme. Cela s'explique par le fait que les coûts fixes changent progressivement en raison des fluctuations tarifaires et d'autres facteurs.

²⁶Appelé aussi levier d'exploitation, levier de production, ou encore coefficient de volatilité.

Chapitre 02 : L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

1.2.3. Mode de calcul du levier opérationnel

Il existe diverses formules permettant de calculer le levier d'exploitation, la formule la plus utilisée est celle qui exprime l'ELASTICITE²⁷ du Résultat d'exploitation (RE) par rapport au Chiffre d'Affaires (CA), cette formule qui se présente comme suit²⁸ :

$$LO = \frac{\% \Delta \text{ resultat d'exploitation}}{\% \Delta \text{ chiffre d'affaires}}$$

Avec :

- $\% \Delta \text{ résultat d'exploitation (RE)} = \frac{\Delta RE}{RE}$
- $\% \Delta \text{ chiffre d'affaires (CA)} = \frac{\Delta CA}{CA}$

Exemple :

Soient les données suivantes de l'entreprise E :

- Chiffre d'affaires N = 4 500um
- Chiffre d'affaires N+1 = 5 000um
- Résultat N = 500 Um
- Résultat N+1 = 600um

$$\Rightarrow \text{Variation du Chiffre d'Affaires} = 5\,000 - 4\,500 \quad \boxed{+ 500 \text{ Um}}$$

$$\Rightarrow \text{Variation du Résultat} = 600 - 500 = \quad \boxed{+ 100 \text{ Um}}$$

$$\Rightarrow \text{Lever opérationnel (Lo)} = (100\,000 / 500\,000) / (500\,000 / 4\,500\,000) = 0,20 / 0,11$$

$$\boxed{\text{Lever opérationnel (Lo)} = 1,8}$$

Interprétation des résultats

Le Résultat progresse de 1,8 fois plus que le Chiffre d'affaires.

²⁷En économie, l'élasticité mesure la variation d'une grandeur provoquée par la variation d'une autre grandeur.

²⁸ Pirre.F, « valorisation d'entreprise et théorie financière », Edition organisation, p103.

Chapitre 02 : L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

- **Les autres méthodes de calcul du levier opérationnel**

→ Selon la méthode de marge sur coûts variables²⁹ (MCV)

$$\text{Lever opérationnel (LO)} = \frac{\text{marge sur coûts variables}}{\text{résultat d'exploitation}}$$

Exemple :

Soit un CA de 500um et des charges de 350um dont 150um sont des charges fixes.

Donc la marge sur coûts variables (MCV) s'établissant à $500 - 200 = 300$ um.

$$\text{LO} = 300 / (500 - 350) = 2$$

Vérifions le résultat obtenu :

Supposons une augmentation de 1% du CA. Il atteint alors 505um. Selon nos hypothèses, les charges variables augmentent dans la même proportion. Elles passent ainsi de 200 à 202um. On ajoute les charges fixes (CF) et on obtient à 352um de charges. Le résultat s'établit alors à 153 tandis qu'il se situait auparavant à 150, soit une augmentation du bénéfice de 2%. On a vérifié que notre (Lo) est bien égale à 2.

→ Selon la méthode du seuil de rentabilité

Rappelons que l'effet de levier d'exploitation décrit la relation entre les coûts fixes et variables. Avoir un levier d'exploitation élevé (avoir une plus grande proportion de coûts fixes par rapport aux coûts variables) peut conduire à des bénéfices beaucoup plus élevés pour une entreprise. Cependant, l'augmentation du levier d'exploitation peut également entraîner des pertes importantes et mettre plus de pression sur une entreprise. La clé pour comprendre le montant approprié du levier d'exploitation réside dans l'analyse du seuil de rentabilité.

²⁹ Hubert de la Bruslerie, « analyse financière », 4^{ème} Edition Dunod, p215.

Chapitre 02 : L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

Le levier opérationnel selon cette méthode est égal³⁰ :

$$Lo = \frac{\text{chiffre d'affaires}(CA)}{\text{Chiffre d'affaires}(CA) - \text{Seuil de Rentabilité}(SR)} = \frac{CA}{\text{Marge de sécurité}}$$

On peut déduire de cette équation quatre (04) conclusions importantes :

- Plus le niveau d'activité d'une entreprise est proche du point-mort³¹ d'exploitation, plus l'élasticité du Résultat (R) par rapport au Chiffre d'Affaires (CA) et le risque d'exploitation sont élevés.
- Toutes choses égales par ailleurs³², plus le niveau de charges fixes sont élevées, plus l'élasticité du Résultat (R) par rapport au Chiffre d'Affaires (CA) et le risque d'exploitation sont importants.
- L'élasticité du Résultat (R) par rapport au chiffre d'Affaires (CA) et le risque d'exploitation dépendent simultanément du niveau des charges fixes et du pourcentage de marge sur coûts variables, car ces deux (02) éléments déterminent le SR d'exploitation.
- Dès que le seuil de rentabilité est atteint, l'effet de levier d'exploitation joue favorablement, et la croissance du résultat d'exploitation est plus forte que celle du chiffre d'affaires.

1.3. Le levier opérationnel et les coûts fixes

Bien que le levier opérationnel soit un concept qui soit discuté et analysé pendant des décennies, il existe une disparité considérable dans la façon dont il est défini et mesuré par les universitaires et les praticiens :

- Dans leur manuel universitaire de 1969, Weston et Brigham ont que : « *Des coûts fixes élevés et des coûts variables bas entraînent la plus grande variation en pourcentage des bénéfices à la hausse comme à la baisse* »³³.

³⁰ CHARREAUX. G, « Finance d'entreprise », 3^{ème} édition, éd EMS, Paris, 2014, p50.

³¹ Le point mort est le niveau d'activité, mesuré par la production, le chiffre d'affaires ou la quantité de biens vendus, pour lequel l'ensemble des produits couvre l'ensemble des coûts. À ce niveau d'activité, le résultat est donc nul. Le point mort d'exploitation : fonction des frais fixes et des frais variables de production. Il caractérise la stabilité de l'activité industrielle mais peut faire oublier les coûts de financement qu'il laisse de côté

³² Traduction de l'expression latine caeteris paribus. Ses origines et ses premières utilisations sont peu connues, mais ses premières apparitions écrites se font au XVI^e dans des traités d'économie et de philosophie. Ça signifie que dans un contexte donné, la variation d'un seul paramètre est étudiée tandis que les autres facteurs ne sont pas pris en compte.

³³ Weston, J. Fred et Eugene F. Brigham, « Finance de gestion », 1969, p86.

Chapitre 02 :L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

- Dans son manuel de 1995, Brigham³⁴ dit que «*si un pourcentage élevé des coûts d'une entreprise est fixe, et donc ne diminue pas lorsque la demande diminue, cela augmente le risque commercial de l'entreprise. Ce facteur est appelé levier d'exploitation* ».

«*Si un pourcentage élevé des coûts totaux d'une entreprise est fixe, on dit que l'entreprise a un degré élevé de levier d'exploitation* »³⁵.

«*L'effet de levier opérationnel est défini comme la variation en pourcentage du résultat opérationnel qui résulte d'une variation en pourcentage donnée des ventes ... En effet, l'effet de levier opérationnel est un indice qui mesure l'effet d'une variation des ventes sur le résultat opérationnel* »³⁶.

- Dans leur manuel de 1970, Grunewald et Nemmers ont dit que «*Lorsque les coûts fixes sont très importants et que les coûts variables ne consomment qu'un petit pourcentage de chaque dollar de revenu, même un léger changement de revenu aura un effet important sur les bénéfices déclarés* ».³⁷
- Dans son manuel de 1971, Van Horne a déclaré que «*L'un des exemples les plus spectaculaires de levier d'exploitation se trouve dans l'industrie du transport aérien, où une grande partie des coûts totaux est fixe*».³⁸
- Archer et D'Ambrosio, dans leur manuel de 1972, ont déclaré que «*Plus la proportion des coûts fixes par rapport aux coûts totaux est élevée, plus le levier d'exploitation de l'entreprise est élevé* »³⁹.
- Block et Hirt dans leur manuel de 1997 disent que : «*Le levier opérationnel mesure l'effet des coûts fixes sur l'entreprise* »⁴⁰.
- Dans son article de 1997, Rushmore dit qu' : «*Un effet de levier d'exploitation positif se produit au moment où les revenus dépassent le montant total des coûts fixes*»⁴¹.

On constate que l'effet de levier opérationnel est généralement proportionnel au poids des coûts fixes d'une entreprise. À l'inverse, dans les sociétés où le pourcentage des coûts variables est élevé, l'effet de levier est moins marqué.

Le fait que les entreprises ayant une forte composante de charges fixes affichent un levier opérationnel important est logique puisque, si ces coûts fixes restent stables, une hausse du chiffre d'affaires se traduira par une amélioration automatique de la marge brute. En

³⁴Brigham, Eugene F., *Fondamentaux de la gestion financière* (1995), p425.

³⁵Brigham, Eugene F, Op.cit., p426

³⁶Brigham, Eugene F, Op.cit. , p440.

³⁷Grunewald, Adolph E. ET Erwin E. Nemmers, *Basic Managerial Finance* (1970), p76.

³⁸Van Horne, *Gestion et politique financières* (1971), p680.

³⁹Archer, Stephen H. et Charles A. D'Ambrosio, *Basic Finance* (1972), p421.

⁴⁰Block, Stanley B. et Geoffrey A. Hirt, *Fondations de la gestion financière* (1997), p116.

⁴¹Rushmore, Stephen, «Les hauts et les bas du levier d'exploitation», *Lodging Hospitality* (janvier 1997), p. 9.

Chapitre 02 :L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

revanche, une hausse des charges variables dont le montant global varie proportionnellement au niveau d'activité (chiffre d'affaires) absorbera une partie des gains.

1.4. Rôles et importance de l'effet levier opérationnel dans la gestion de l'entreprise

1.4.1 Rôle de l'effet de levier opérationnel

Le rôle de l'effet de levier opérationnel se résume dans les points suivants :

- **C'est un indicateur qui montre la dépendance de la dynamique de variation du taux de profit sur les revenus :** L'effet levier opérationnel est l'une des techniques permettant de mesurer l'impact de l'évolution des ventes qui conduisent à un changement dans les bénéfices de l'entreprise. En cas de changement dans les ventes, cela entraînera des changements correspondants dans les bénéfices.
- **Le calcul de l'indicateur est une nécessité objective pour effectuer une analyse qualitative de l'entreprise :** Cela permettra d'identifier en temps opportun tous les risques et les inconvénients de l'organisation des ventes afin de minimiser les risques de pertes financières et de faillite.
- **Cet indicateur permet d'établir une relation claire entre les bénéfices et les revenus, ainsi que les principaux types de coûts** Cela aide la direction à réagir rapidement à certains changements de l'environnement interne ou externe afin d'éviter des pertes financières importantes.
- **Il aide l'entreprise à projeter et analyser plus précisément ses flux de trésorerie** en tenant compte du coût fixe qu'elle paiera au cours de l'année.

1.4.2. Importance de l'effet de levier opérationnel

L'importance de l'effet de levier opérationnel réside dans les points suivants :

- L'effet levier opérationnel présente un grand intérêt, car il permet, pour un résultat donné, d'obtenir immédiatement la répercussion d'une variation du chiffre d'affaires sur ce résultat ;
- Lorsque l'économie est en pleine expansion, un niveau élevé de levier opérationnel peut accroître la rentabilité d'une entreprise ;
- L'effet de levier opérationnel peut indiquer aux gestionnaires, aux investisseurs, aux créanciers et aux analystes à quel point une entreprise peut être risquée : Bien qu'un niveau élevé de levier opérationnel puisse être bénéfique pour l'entreprise, les entreprises ayant un haut niveau de levier opérationnel peuvent souvent être vulnérables au cycle économique et à l'évolution des conditions macroéconomiques ;
- l'effet de levier opérationnel reflète directement la structure des coûts d'une entreprise et la structure des coûts est une variable importante pour déterminer la rentabilité ;

Chapitre 02 :L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

- Un effet de levier opérationnel plus faible donne suffisamment d'amortissement à l'entreprise en offrant une marge élevée de sécurité contre la variation des ventes.

1.5. Limite et risque de l'effet de levier opérationnel

Comme rien n'est parfait dans la vie, le levier opérationnel est aussi accompagné de limites et d'un risque important. Les coûts fixes sont généralement difficiles à modifier ou, plus spécifiquement, à réduire.

Dans une économie en plein essor, un levier d'exploitation élevé peut suralimenter les bénéfices. Mais les entreprises qui ont beaucoup de coûts liés aux machines, aux usines, à l'immobilier et aux réseaux de distribution ne peuvent pas facilement réduire leurs dépenses pour s'adapter à un changement de la demande. Donc, s'il y a un ralentissement de l'économie, les bénéfices ne baissent pas seulement, ils peuvent chuter.

Cela signifie que si la croissance des revenus n'est pas au rendez-vous, l'entreprise peut se retrouver dans le pétrin. Autant l'effet de levier opérationnel peut avoir un effet positif sur les bénéfices d'une entreprise en croissance, autant cela peut jouer en sa défaveur dans le scénario inverse. Une décroissance des revenus sera alors accompagnée d'une baisse encore plus importante du bénéfice d'opérations et pourrait même mener à des pertes d'opérations et la situation peut s'aggraver rapidement.

Comme conclusion pour cette section nous pouvons dire que l'effet levier opérationnel peut multiplier les gains mais aussi son utilisation crée un risque qui conduit à des pertes, il est donc nécessaire de faire un compromis entre **le risque** et **le rendement** ; comme dans toute situation de ce type, un risque supplémentaire peut produire des avantages pour une entreprise, mais il peut également entraîner des conséquences néfastes.

Section 02 : Fondements notionnels de l'effet de levier financier

Nous allons ci-dessous présenter l'effet de levier financier, son rôle et importance ainsi que ses limites et risques.

2.1. Présentation de l'effet de levier financier

2.1.1. Définitions

L'effet de levier est un concept fondamental en analyse financière. Il permet de constater l'évolution de la rentabilité financière qu'entraîne une augmentation de l'endettement. Il se définit l'influence d'un endettement supplémentaire sur la rentabilité financière de l'entreprise lorsque le rendement attendu de l'activité économique est supérieur au taux d'intérêt exigé par les prêteurs ; si une entreprise dégage une forte rentabilité d'exploitation, et si ses actionnaires veulent investir de l'argent avec une rentabilité supérieure à l'intérêt exigé par la banque, les actionnaires ont donc un avantage à recourir à un maximum de financement par la dette. Ils réaliseront ainsi un meilleur rendement, car chaque dinar emprunté rapportera davantage qu'il ne coûte.

Chapitre 02 :L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

Selon **CHIHA.K2015** : «L'expression effet de levier financier désigne l'impact de l'endettement sur les capitaux propres »⁴².

Selon **RAMAGE Pierre2001** : « L'effet de levier est la traduction de la sensibilité du résultat net à l'évolution de l'endettement »⁴³.

Selon **BARREAU et DELAHAYE2003** :« le levier financier est l'incidence de l'endettement de l'entreprise sur la rentabilité de ses capitaux propres (ou rentabilité financière). Ainsi, l'effet de levier financier est l'accroissement du bénéfice provenant du financement par l'emprunt d'un investissement dont la rentabilité est supérieure au taux d'intérêt de l'emprunt»⁴⁴.

En comptabilité l'effet de levier sert à déterminer les conséquences de l'apport de capitaux externes par rapport aux capitaux propres d'une entreprise. Cette évaluation détermine le montant maximum d'endettement acceptable pour une société, sans mettre en risque ses capitaux propres.

Avant tout investissement, une entreprise détermine l'effet de levier et le présente aux associés ainsi qu'aux investisseurs potentiels. Après un cycle d'exploitation donné, on recalcule l'effet de levier afin de déterminer si le projet a été rentable. Lorsque le levier est positif, l'investissement est rentable. S'il est négatif, il y a perte de capitaux.

2.1.2. Caractéristiques de l'effet de levier financier

L'effet de levier financier est caractérisé par un certain nombre de caractéristiques ou il convient de souligner les suivantes :

- Il s'agit des coûts financiers fixes ou du capital de la dette d'une entreprise ;
- Il mesure la relation entre le résultat opérationnel (BAII) et le bénéfice par action(BPA) ;
- Il donne lieu à un risque financier dans une entreprise ;
- Il est plus élevé dans une entreprise dont l'endettement est élevé.

2.1.3. Mécanisme et formulation de l'effet de levier financier

Le mécanisme de l'effet levier financier permet de mesurer l'incidence (positive ou négative) de l'endettement sur la rentabilité financière, en comparant le taux d'intérêt de l'emprunt à la rentabilité économique.⁴⁵ L'effet de levier permet donc d'expliquer la rentabilité financière obtenue.

⁴² CHIHA.K, « Gestion et stratégie financière », 1ere Edition, éd HOUMA, Alger, 2005.

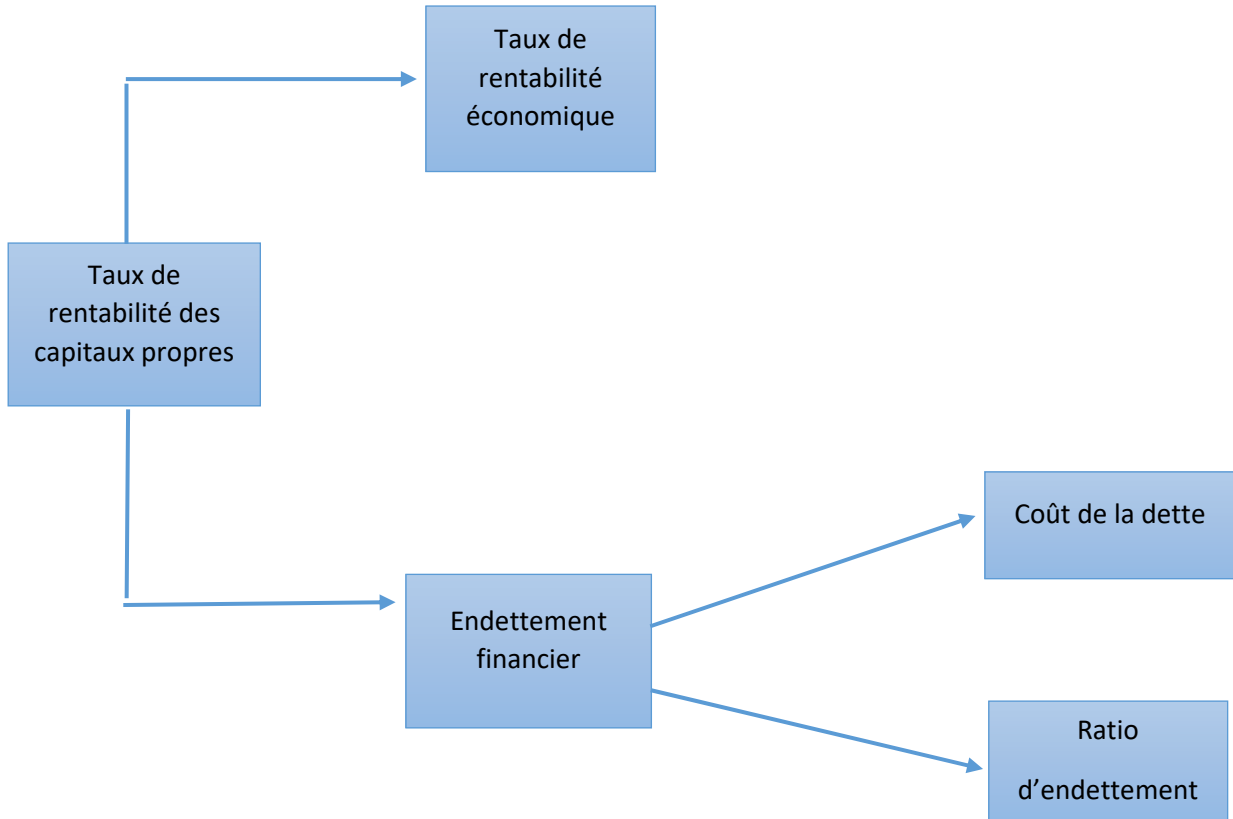
⁴³ RAMAGE. P, « Analyse et diagnostic financier », éd d'organisation, Paris, 2001, P146.

⁴⁴ J.BARREAU & J.DELAHAYE, « Gestion Financière », 12eme édition Dunod, Paris 2003, P144

⁴⁵ BEATRICE ET F. GRANDGUILLOT, « L'essentiel de l'analyse financière », Edition Gualino, 2015, P 130.

Chapitre 02 : L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

Figure N° 04 : Schéma d'analyse fondé sur l'effet de levier financier



Source : CHARREAUX. G, « Finance d'entreprise », 3^{ème} édition, éd EMS, Paris, 2014, P41

2.1.3.1. Formulation de l'effet de levier financier

Si l'on retient la formule communément admise de l'effet de levier, on trouve qu'elle intègre deux(02) éléments ⁴⁶:

→ La différence entre rentabilité financière (R_{fin}) et rentabilité économique ($R_{éco}$).

✓ Rentabilité financière

La rentabilité financière mesure la rentabilité des **capitaux propres d'une entreprise**. Il permet de savoir si l'entreprise arrive à générer de la **rentabilité** avec ses fonds propres. Pour cela, la rentabilité financière compare le résultat d'exploitation (après impôts) avec les capitaux propres de l'entreprise. L'indicateur ne tient pas compte de l'endettement de

⁴⁶ C. THIEBERGE et P. THOMAS, « effet de levier », cahier de recherche ESCP n097-135, Paris 1992, PP5-71

Chapitre 02 : L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

l'entreprise. Le levier financier n'est donc pas inclus dans le calcul de la rentabilité financière.

La rentabilité financière se calcule avec la formule suivante :

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

✓ Rentabilité économique

La **rentabilité** économique est un indicateur pour mesurer la performance d'une entreprise à créer de la valeur. Pour cela, elle compare les revenus après impôts issus de l'exploitation de l'entreprise (résultat d'exploitation) aux moyens mis en œuvre pour générer ses revenus (**capitaux propres** + endettement). La rentabilité économique ne tient pas compte de la structure financière de l'entreprise, c'est-à-dire d'où vient son financement (capitaux propres ou dettes).

La formule de calcul de la rentabilité économique est la suivante :

$$\text{Rentabilité économique} = \frac{\text{Résultat d'exploitation après impôts}}{\text{Actif économique}}$$

- Le ratio d'endettement (le levier financier ou bras du levier) soit :

$$\text{Lever financier} = \frac{\text{Dettes}}{\text{capitaux propres}}$$

Donc la relation de l'effet de levier est la suivante⁴⁷ :

⁴⁷CHARREAUX. G, « Finance d'entreprise », 3^{ème} édition, éd EMS, Paris, 2014, P40.

Chapitre 02 : L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

$$\text{Effet de levier financier} = R_{\text{fin}} - R_{\text{éco}} = (R_{\text{éco}} - i) D / CP$$

$$R_{\text{fin}} = [R_{\text{éco}} + \underbrace{(R_{\text{éco}} - i) D / CP}_{\text{Effet de levier}}] (1-t)$$

Effet de levier

- R_{fin} : taux de rentabilité financière
- $R_{\text{éco}}$: taux de rentabilité économique
- i : taux d'intérêt des dettes financières (emprunts) net d'impôt
- D : Dettes financières
- CP : Capitaux Propres
- t = impôt sur le résultat.

Comme le montre la formule, le taux de rentabilité financière « R_{fin} » est égal au taux de rentabilité économique « $R_{\text{éco}}$ », augmenté d'un complément égal à la différence entre « $R_{\text{éco}}$ » et le coût de la dette après impôt « i » (différentiel de levier), multiplié par le ratio d'endettement D/CP « le levier financier ou le bras de levier »⁴⁸.

Cette formule permet dans l'analyse de l'évolution de la rentabilité du fonds propres de faire la part entre :

- l'effet de la rentabilité des capitaux engagés ;
- les conséquences de l'usage de la dette ;
- l'impact de la fiscalité.

2.1.3.2. Analyse de la formule de l'effet de levier financier

L'analyse de l'effet de levier repose principalement sur une comparaison entre la rentabilité des capitaux investis et le coût de la dette financière. Elle permet de savoir si le financement par endettement a favorisé une amélioration de la rentabilité des capitaux propres de l'entreprise.

En l'absence d'endettement ($D=0$), rentabilité économique et rentabilité financière sont égales ($R_{\text{éco}}=R_{\text{fin}}$). En présence d'endettement, trois (03) cas peuvent se présenter :

⁴⁸ Jacqueline DELAHAYE. J et all, «Finance d'entreprise, l'essentiel en fiches», 5ème édition, Ed Dunod, Paris, 2016, P. 56.

Chapitre 02 : L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

➤ Cas N°1 : $(R_{\text{éco}} - i) > 0$

Le taux de rentabilité des capitaux propres augmente avec l'endettement, l'entreprise constate dans ce cas un effet de levier positif.

➤ Cas N°2 : $(R_{\text{éco}} - i) = 0$

L'endettement n'a pas d'effet sur la rentabilité financière. Dans ce cas il y a neutralité de la structure financière.

➤ Cas N°3 : $(R_{\text{éco}} - i) < 0$

La rentabilité économique est insuffisante (à cause des mauvaises performances) pour couvrir le coût des dettes. L'effet de levier est négatif (effet de massue ou boomerang). Dans ce cas, plus l'entreprise est endettée, plus la rentabilité des capitaux propres diminuent.

L'étude de l'effet de levier permet, ainsi, aux analystes financiers de juger l'impact de la structure financière de l'entreprise sur la rentabilité des capitaux propres et donc de choisir la ressource de financement (interne ou externe) la plus adéquate.

En effet, lorsqu'une entreprise emprunte (pour le financement de ces projets) à des taux d'intérêts qui sont inférieurs aux taux de rentabilités des investissements qu'elle souhaite effectuer, le recours à l'endettement permet à cette dernière de dégager un supplément de rentabilité (Ce qui est bon pour l'entreprise).

Cependant, si les investissements ne génèrent pas les recettes attendues, il faudra néanmoins rembourser le capital emprunté et payer les frais financiers. La contrainte de remboursement qui pèse sur l'entreprise qui a recourus à ce mode de financement peut remettre en cause sa solvabilité et sa rentabilité à long terme.

De ce qui précède, nous constatons que la relation de l'effet de levier financier montre de quelle façon on peut accroître la rentabilité des capitaux propres en ayant recours à l'endettement. Toutefois, la position de l'entreprise vis-à-vis du choix de la structure financière (on y intégrant l'endettement), dépendra de la rentabilité économique des capitaux investis. Cette dernière peut par ailleurs être supérieure ou non au coût de financement des capitaux empruntés.

2.2. L'effet de levier financier et la politique d'endettement

L'effet de levier pose au responsable financier le dilemme du niveau d'endettement. Comme rappelé *supra*, le choix du niveau d'endettement est l'une des missions de base du financier d'entreprise, qui doit définir à la fois le niveau d'endettement et le type de dettes mobilisées. La politique d'endettement de l'entreprise se heurte cependant à un ensemble de contraintes, qui limitent dans la pratique le taux d'endettement.

Chapitre 02 :L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

Tout d'abord, l'accès au marché de la dette financière est soumis au respect d'un certain nombre de critères d'obtention, dans le cas des petites et moyennes entreprises. C'est au terme d'une procédure d'analyse, qui permet à la banque d'apprécier à la fois l'utilisation du financement, et la capacité de l'entreprise à le rembourser, que les fonds seront éventuellement libérés. Dans de nombreux cas, l'octroi de crédit bancaire est sujet à la mise en place de garantie. Les modèles de décision bancaires reposent sur une analyse normative :

- du taux d'endettement global ;
- du taux d'endettement financier ;
- des possibilités du service de la dette tant en terme de rémunération (frais financiers par rapport à l'excédent brute d'exploitation) qu'en terme de remboursement (dettes financières comparées à la capacité d'autofinancement).

L'application mécanique de l'effet de levier conduit à envisager l'endettement comme une stratégie financière ne conduisant qu'à maximiser la rentabilité des fonds propres.

Or, la présence de dettes dans le bilan d'une entreprise l'expose à des contraintes de détention telle que l'obligation d'information financière, prélèvements sur le résultat des intérêts facturés, affectation implicite de l'autofinancement au remboursement du principal (le retour à l'exigibilité du passif s'accompagne d'un retour à la liquidité des actifs), et induit la renonciation à une capacité d'endettement future qui pourrait financer des projets plus rentables. D'autre part, la dette financière contribue à perturber l'autonomie des dirigeants c'est évidemment le cas pour les grands choix stratégiques, le banquier doit être consulté et, en cas de difficultés, les dirigeants voient leur mandat de gestion pollué par les représentants du marché de la dette, ayant la capacité de sanctionner au jour le jour l'entreprise par la trésorerie.

Enfin, la dette est assortie d'un taux d'intérêt contractuel généralement bâti sur le taux de base bancaire, avec une majoration catégorielle selon le type de crédit et le risque de l'entreprise. Le taux d'endettement a tendance de renchérir le coût de la dette, ce que rappelle J.-P. RAMAN⁴⁹ au sujet de l'effet de levier⁴⁹, en rappelant que le modèle classique raisonne en moyenne sur le passé, alors que la décision d'endettement est une décision marginale.

⁴⁹ RAMAN. Jean-Pierre, «Gestion financière : la diffusion des techniques», Revue Française de Gestion, n° 53-54, septembre 1985.

Chapitre 02 :L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

2.3. Rôle et importance de l'effet de levier financier

2.3.1. Rôle de l'effet de levier financier

Le rôle de l'effet levier financier est représenté dans ce qui suit :

➤ **C'est un élément important de la politique financière d'une entreprise**

L'effet de levier financier fait référence au poids respectif des capitaux propres et dettes financières dans le financement de l'entreprise. Cette notion se situe donc au cœur de la politique financière que le directeur financier doit mettre en œuvre. Ce dernier donc localise la bonne décision financière rentable concernant la structure du capital de l'entreprise.

➤ **Il montre à l'analyste l'origine d'une bonne rentabilité des capitaux propres**

L'effet de levier permet de connaître l'origine de la rentabilité des capitaux propres qui provient de la rentabilité de l'actif économique et/ou de la pure construction financière qu'est l'effet de levier (c.-à-d. Est-ce la performance opérationnelle (bonne rentabilité économique) ou une structure de financement favorable qui permet de bénéficier d'un effet de levier). VERNIMMEN2015 : « Notre expérience est que sur la durée, seule une rentabilité économique croissante est le gage d'une progression régulière de la rentabilité des capitaux propre »⁵⁰.

➤ **L'effet de levier financier permet d'examiner la relation entre l'BAII et le BPA :**

Le levier financier agit comme un levier pour amplifier l'influence des fluctuations. Toute fluctuation du bénéfice avant intérêts et impôts (BAII) est amplifiée sur le bénéfice par action (BPA) par effet de levier. Plus le degré d'endettement est élevé, plus la variation du BPA est importante compte tenu de toute variation de BAII.

➤ **Il signifie l'utilisation des ressources financières de l'entreprise à un coût fixe réduit :**

Si l'entreprise acquiert des fonds à coûts fixes à un coût plus élevé, les bénéfices de ces actifs, le bénéfice par action et le rendement des capitaux propres diminueront.

2.3.2. L'importance de l'effet de levier financier

L'importance de l'effet de levier financier réside dans ce qui suit :

⁵⁰ Vernimmen.P, Quiry.P, Le Fur. Y, Fiance d'Entreprise, Dalloz, 2015, page299.

Chapitre 02 :L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

- L'effet de levier financier est une technique importante qui aide la direction à prendre des décisions de financement et d'investissement saines et prudentes. La tâche consistant à choisir les combinaisons les plus appropriées de différents titres pour financer les besoins de fonds.
- L'effet de levier est une technique d'autofinancement qui consiste à augmenter la rentabilité des capitaux propres de l'entreprise en ayant recours à l'endettement.
- l'effet de levier aide à augmenter la liquidité disponible pour l'entreprise, car lorsque l'entreprise contracte un prêt ou une dette, elle reçoit des liquidités du prêteur et que ces liquidités peuvent être utilisées par l'entreprise pour diverses activités telles que l'achat de nouvelles machines ...etc.
- Dans le cas des entreprises en croissance qui ont besoin de liquidités pour leurs activités, l'utilisation de la dette peut entraîner la multiplication de ses bénéfices car le coût de la dette se situe entre 8% et 15% tandis que le taux de profit en cas des entreprises en croissance peut varier de 20% à 100%. Par conséquent, tant que l'entreprise augmente, **l'effet de levier** tend à amplifier les bénéfices.
- Pour entreprises qui ne veulent pas diluer leur propriété, cette voie de financement (dette) est bonne car en cas de financement par emprunt ou de prêt, la société doit rembourser le principal à l'échéance avec les intérêts périodiques et il n'y a aucun risque de donner des fonds propres à quiconque donc le contrôle complet de l'entreprise sera toujours détenu par les propriétaires.
- L'effet de levier financier contribue à amplifier les résultats du financement par emprunt . Cela signifie que lorsque le bénéfice d'exploitation augmente, le résultat net augmentera plus rapidement. Le cas sera inverse en cas de baisse du résultat opérationnel.
- Il augmente le bénéfice par action (BPA) : l'effet de levier financier produit une variation de bénéfice avant impôts et intérêts pour avoir un effet amplifier sur BPA.
- En matière d'investissement également, la technique de l'effet de levier financier est extrêmement utile.il sert de directive utile pour fixer la limite maximale à laquelle les activités de l'entreprise devraient être développées. Par exemple, il est conseillé à la

Chapitre 02 :L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

direction d'arrêter de développer ses activités au moment où le retour anticipé d'un investissement supplémentaire est inférieur aux frais fixes de la dette.

- Un effet de levier financier élevé indique l'existence de coûts fixes financiers élevés et donc l'existence d'un risque financier.

2.4. Limites et risques de l'effet de levier financier

2.4.1. Limites de l'effet de levier financier

L'effet de levier financier a bien évidemment une limite importante qui est la capacité de remboursement de l'entreprise.

- L'effet de levier peut accroître la rentabilité des capitaux propres, mais il augmente le risque des actionnaires ;
- Il expose également davantage les actionnaires et la société à un aléa de retournement conjoncturel qui détériorerait la rentabilité d'exploitation de l'entreprise ;
- C'est un avantages limités aux entreprises stables : L'effet de levier financier est une option appropriée uniquement pour les entreprises qui sont stables et possèdent une situation financière saine.
- Si la rentabilité deviendrait inférieure au coût de l'endettement apparaît alors le risque que l'effet de levier se transforme en effet de massue ;
- Si une entreprise est peu rentable, l'impact d'un recours accru à l'endettement va se traduire par une augmentation des frais financiers à un niveau auquel ils ne seront plus couverts par le résultat d'exploitation. Cela risque d'entraîner la défaillance de l'entreprise ;
- Une dégradation de la rentabilité économique risque de se traduire par la remise en cause de l'autonomie financière de l'entreprise qui a recouru à l'effet de levier ;
- Lors d'un creux conjoncturel, l'entreprise risque de ne plus disposer de marge de manœuvre pour recourir à de l'endettement bancaire supplémentaire, voire soit incapable de faire face à ses engagements ;
- L'effet de levier s'infléchit et peut aller jusqu'à s'inverser si l'entreprise est endettée à taux variable et si les taux d'intérêt augmentent.

2.4.1. Risques de l'effet de levier financier

Bien que l'effet de levier financier puisse entraîner une augmentation des bénéfices pour une entreprise, il peut également entraîner des pertes disproportionnées. Des pertes peuvent survenir lorsque les paiements des frais d'intérêt pour l'actif submergent l'emprunteur parce que les rendements de l'actif ne sont pas suffisants. Cela peut se produire lorsque la valeur de l'actif diminue ou que les taux d'intérêt atteignent des niveaux ingérables.

Chapitre 02 :L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

➤ **Un risque élevé**

Il existe toujours un risque de perte ou d'échec dans la génération des rendements attendus ainsi que le fardeau du paiement des intérêts sur les dettes.

➤ **Volatilité du cours de l'action**

L'augmentation du levier financier peut entraîner de fortes fluctuations des bénéfices de l'entreprise. En conséquence, le cours des actions de la société augmentera et diminuera plus fréquemment, ce qui entravera la comptabilisation appropriée des options d'achat d'actions détenues par les employés de la société. L'augmentation du cours des actions signifiera que l'entreprise paiera des intérêts plus élevés aux actionnaires.

➤ **Faillite**

Dans une entreprise où les barrières à l'entrée⁵¹ sont faibles, les revenus et les bénéfices sont plus susceptibles de fluctuer que dans une entreprise où les barrières à l'entrée sont élevées. Les fluctuations des revenus peuvent facilement pousser une entreprise à la faillite puisqu'elle sera incapable de faire face à ses dettes croissantes et de payer ses dépenses d'exploitation. Avec des dettes impayées imminentes, les créanciers peuvent déposer une plainte auprès du tribunal de la faillite pour faire vendre les actifs de l'entreprise aux enchères afin de récupérer leurs dettes.

➤ **Accès réduit à plus de dettes**

Lorsqu'ils prêtent de l'argent aux entreprises, les prestataires financiers évaluent le niveau de levier financier de l'entreprise. Pour les entreprises dont le ratio d'endettement est élevé, les prêteurs sont moins susceptibles d'avancer des fonds supplémentaires car le risque de défaut est plus élevé. Cependant, si les prêteurs acceptent d'avancer des fonds à une entreprise à fort endettement, elle prêtera à un taux d'intérêt plus élevé, suffisant pour compenser le risque de défaut plus élevé.

Section03 : Lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise

La création de valeur est un thème qui suscite aujourd'hui un intérêt croissant dans différents domaines des sciences de gestion : management stratégique, finance d'entreprise, comptabilité/contrôle de gestion, gestion des ressources humaines, organisation, marketing. Sur un plan académique, cet intérêt est à l'origine de nombreuses recherches. Sur un plan pratique, le thème de la création de valeur est devenu le nouveau credo des dirigeants des grandes entreprises.

⁵¹Les barrières à l'entrée sont des obstacles qui rendent difficile ou impossible l'implantation d'une entreprise sur un marché. Ces obstacles peuvent être financiers, marketings, réglementaires ou encore technologiques.

Chapitre 02 :L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

La création de valeur peut recouvrir plusieurs aspects :

- **Financier** : accroître les richesses des dirigeants et actionnaires d'une entreprise grâce à une meilleure rentabilité ;
- **Marketing** : augmenter la valeur psychologique des produits et services proposés pour les rendre toujours plus attractifs aux yeux des clients. C'est l'intégralité de l'expérience qui doit être optimisée, ce qui implique tout autant la qualité des produits et services que les méthodes mises en œuvre pour assurer une meilleure satisfaction client.

Ces différents aspects sont liés, puisqu'en augmentant les ventes et la productivité, on augmente le chiffre d'affaires et donc la rentabilité de l'entreprise.

Au cours des dernières décennies, les influences de l'effet de levier et la rentabilité sur la valeur de l'entreprise ont pris une attention particulière à la prise de décision financière. Notre objectif dans cette section est d'étudier ces influences.

1. L'objectif fondamental en finance d'entreprise : la maximisation de la valeur de l'entreprise

Dans la mesure où l'approche moderne de la finance étudie l'optimisation des décisions financières, il importe de se donner un critère d'optimisation. La théorie microéconomique traditionnelle nous en propose un, le critère de maximisation des profits. « Le profit maximum est atteint par une entreprise lorsque l'accroissement de ses recettes provenant de la vente sur le marché d'une unité de produit supplémentaire est juste suffisant pour couvrir ses frais supplémentaires engagés lors de la fabrication de cette unité produite, ou en d'autres termes lors de l'égalisation du coût marginal et de la recette marginale de l'entreprise⁵². Toutefois, ce principe de maximisation des profits a fait l'objet de bien des critiques notamment, la fonction d'utilité du chef d'entreprise qui ne se limite pas au seul profit, la séparation entre la propriété et la gérance donnant lieu à un certain nombre de solutions de remplacement formulées aux cours des dernières années, au rang desquelles le principe de la maximisation de la valeur. Ce principe qui en réalité n'est pas fondamentalement différent du précédent, fait sien les hypothèses d'efficience informationnelle, d'absence des coûts transactionnels et de rationalité illimité des décideurs, et l'entreprise y est perçue comme une boîte noire dans un contexte de marché financier.

1.1 La genèse et l'enrichissement du concept de valeur

La notion de valeur est issue, historiquement, des théories économiques. Celles-ci se sont d'abord appuyées sur une approche « objective », en comparant la valeur aux coûts (Smith, Ricardo, Mill). Les marginalistes (Walras, Mayer, ...) ont ensuite développé une approche « subjective », marginaliste fondée sur l'utilité du bien. Aujourd'hui, dans les sciences de gestion, il existe différentes notions de « valeur » :

⁵²Galesne A., Introduction à la fonction financière dans l'entreprise, Cerefia, Université de Rennes, pp12.

Chapitre 02 :L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

➤ **La valeur « commerciale »**

Elle se rapproche de la valeur d'utilité ; elle est, selon les analyses stratégiques de Porter⁵³, « ce que les clients sont prêts à payer : la valeur s'obtient en pratiquant des prix inférieurs à ceux des concurrents (stratégie de domination par les coûts) ou en fournissant des avantages uniques qui font plus que compenser un prix plus élevé (stratégie de différenciation)».

➤ **La valeur ajoutée**

Elle représente la valeur créée par l'entreprise dans le cadre de son activité de transformation des matières premières et produits semi finis de production en biens ou services économiques ; le Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts comptables définit la valeur ajoutée comme étant la « différence entre le prix de vente et la somme des ressources externes à l'entreprise mises en œuvre pour réaliser la vente ».

➤ **La valeur comptable**

Elle représente la valorisation de l'entreprise (immobilisations, capital, ...), après retraitement du bilan et du compte de résultat ; de nombreuses méthodes existent pour valoriser une entreprise (méthodes patrimoniales, méthodes de rendement, etc.)⁵⁴.

➤ **La valeur boursière**

Elle est observée sur le marché boursier et est supposée refléter à tout moment toute information pertinente disponible sur le titre. La valeur boursière est enrichie en intégrant la notion de risque : le modèle de Modigliani et Miller⁵⁵ valorise un bénéfice espéré au taux reflétant ce risque encouru sur les flux financiers attendus. De ce fait, il faut que les capitaux (et donc leur contrepartie, les actifs), obtiennent un rendement supérieur au taux minimal requis pour couvrir le risque.

La détermination de la valeur de l'entreprise et l'appréciation des facteurs qui contribuent à son accroissement est au cœur de la question. Les théories sur la valeur sont nombreuses ; elles ont évolué dans le temps, passant d'approches fondées sur les constats du passé à des approches visant à privilégier les résultats futurs et à reposer, en conséquence, sur des données prévisionnelles.

Rarement abordée dans le passé par les entreprises, la «création de valeur» est devenue un thème plus largement évoqué dans les rapports annuels et surtout un axe privilégié de la communication financière des sociétés⁵⁶. Les méthodes d'analyse financière de la valeur créée

⁵³ Porter.M, *Competitive Strategy: Techniques for Analysing Industries and Competition*, The Free Press, 1980, p13.

⁵⁴ Lebas.M, « Glossaire de comptabilité de gestion », Expert-Compta Média, paris, 1999, p. 226.

⁵⁵ Modigliani .F, Miller.H : « The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment», *American Economic Review*, vol.68, n°3, p.261-297

⁵⁶ Bulletin COB N° 346, mai 2000, page 1

Chapitre 02 :L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

dans les entreprises se sont développées dans les cabinets de conseil, les banques et chez les émetteurs eux-mêmes. Elles tentent de répondre aux questions posées par un environnement économique et social en évolution perpétuelle. « Elles ne peuvent faire l'objet d'une normalisation et il n'est pas souhaitable de s'orienter dans cette voie, sauf à brider l'innovation financière et comptable »⁵⁷.

1.2 La signification du concept de création de la valeur dans l'entreprise

Le bénéfice net comptable passé et actuel ne peut être considéré comme un indicateur suffisant pour approcher la valeur d'une entreprise, parce qu'il est la résultante de données comptables non représentatives de la réalité économique d'une part, et qu'il peut masquer une insuffisance d'investissements matériels ou immatériels générateurs de productivité, d'innovation et donc in fine de valeur, d'autre part. C'est pour cela que certains analystes et praticiens ont cherché à développer des méthodes palliant de telles défaillances. L'objectif était de trouver des indicateurs pertinents, qui tiennent compte notamment du risque, de la croissance et de la pérennité des résultats et qui retraitent les données comptables non conformes à la réalité économique. C'est ainsi que, dès les années 20, est apparue aux USA l'idée de « création de valeur ».

La question de la mesure de création de valeur s'inscrit dans le contexte de la gouvernance, c'est-à-dire dans une « perspective d'incitation-contrôle, la performance étant définie en termes de richesse des actionnaires »⁵⁸.

Cette notion a été conceptualisée par de nombreux auteurs à travers un nombre de méthodes : economic value added (EVA), critère opérationnel de mesure de la création de valeur; market value added (MVA), elle est égale à la somme de la capitalisation boursière de la valeur de l'endettement net diminuée du montant comptable de l'actif économique, sa variation est un critère plus pertinent que la seule évolution du cours de bourse puisqu'il met en regard l'augmentation de la valeur et les capitaux investis pour y parvenir ; total shareholder value (TSR), correspond au taux de rendement d'une action sur plusieurs années par rapport à une période donnée et intègre les dividendes reçus et la plus-value réalisée, etc.

Celle qui nous intéresse dans le cadre du présent mémoire est la méthode des ratios de rentabilité : économique et financière.

1.3. La performance et création de valeur d'une entreprise

On ne peut parler sur la création de valeur sans avoir défini la performance de l'entreprise car la performance et création de valeur sont devenues deux notions étroitement liées l'une à l'autre, en outre pour assurer une bonne performance financière à l'entreprise les dirigeants

⁵⁷ Bulletin COB N° 346, mai 2000, page 48

⁵⁸ Charreaux G. et Desbrières P., Gouvernement des entreprises et création de valeur, Finance Contrôle, Stratégie, vol.1, N°2, p.57-88

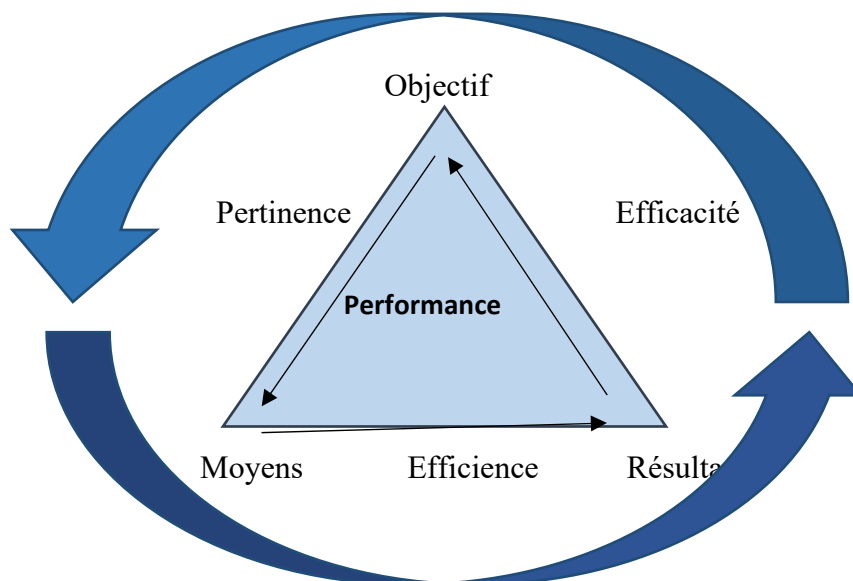
Chapitre 02 : L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

sont tenus de maximiser la valeur créée pour les actionnaires, en effet une entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires⁵⁹ dès lors que la rentabilité des capitaux investis est supérieure au coût des différentes sources de financement utilisées ou coût du capital. Cela signifie en clair qu'il ne suffit pas qu'une entreprise soit bénéficiaire au sens comptable pour qu'elle crée de la valeur.

D'une manière générale, la performance est un résultat chiffré obtenu dans le cadre d'une activité réalisée par une entreprise. Elle implique l'idée de réalisation, de finalisation, du comportement, et de la tenue d'un produit ou d'une personne face à une situation donnée. Une entreprise est considérée performante du moment où elle est à la fois efficace, efficiente et pertinente. Elle est efficace lorsqu'elle atteint les objectifs qu'elle s'est fixés, cette efficacité est mesurée par le rapport entre le résultat obtenu et l'objectif visé ; l'entreprise est efficiente lorsqu'elle minimise les moyens mis en œuvre pour atteindre ses objectifs, cette efficacité est mesurée par le rapport entre le résultat obtenu et les moyens mis en œuvre, et elle est pertinente lorsqu'elle atteint les objectifs initiaux par les ressources acquises.

Cette définition de la performance s'applique à tout système ordonné (individu, organisation, système, etc.) qui produit des résultats à partir de ressources de base.

Figure N° 05 : Les axes de mesure de la performance



Source : fait par nous-mêmes à partir de nos lectures .

Cette performance peut être mesurée au niveau interne en se basant sur des indicateurs à l'intérieur de l'entreprise, comme elle peut être mesurée au niveau externe en utilisant des indices externes. Avant de passer aux types de la performance, on doit distinguer entre une entreprise libre qui se limite seulement à sa valeur interne, et celle qui est cotée en bourse, en

⁵⁹ Michel Albouy, revue française de gestion « Théorie, application et limites de la mesure de la création de valeur » 2006/1 (n° 160), page 332.

Chapitre 02 :L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

plus de sa valeur intrinsèque, elle possède une autre valeur dite valeur boursière (l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIES n'a qu'une valeur intrinsèque parce qu'elle n'est pas cotée en bourse).

1.3.1. Performance économique

La performance économique⁶⁰ se rapporte à la création de valeur ajoutée par l'entreprise. Celle-ci contribue l'amélioration de la rentabilité. La performance économique est analysée à partir des comptes de résultat qui informent sur la rentabilité de l'entreprise⁶¹. La réussite d'une entreprise se résume dans la majorité des cas, aux résultats économiques et à la hausse du capital. La performance économique correspond aux résultats présentés par la comptabilité. Il s'agit principalement des soldes intermédiaires de gestion :

- La production et marge commerciales : pour les entreprises exerçant une mesure commerciale, le flux global de l'activité est mesuré par la marge commerciale qui est égale à la vente des marchandises diminuée du coût d'achat des marchandises vendues, mais pour celles qui exercent une activité de production ce flux correspond à la production de l'exercice qui est la production immobilisée, vendue, stockée.
- La valeur ajoutée : ce solde représente la contribution productive ou la valeur économique créée par l'entreprise.
- L'excédent brut d'exploitation : il correspond au résultat économique brut lié à l'activité opérationnelle de l'entreprise (il désigne la véritable rentabilité).
- Le résultat net qui permet aux actionnaires et aux analystes financiers d'apprécier la performance et la rentabilité de l'entreprise.

Le calcul et l'analyse objective de la performance économique d'un processus peuvent être envisagés selon 3 techniques⁶² :

✓ Par vérification et quantification de l'atteinte des objectifs assignés aux processus

Le processus doit atteindre des objectifs qui lui sont assignés. L'analyse de performance consiste à identifier puis suivre des indicateurs d'atteinte de ces processus. La qualité de l'analyse dépend :

- De la capacité à exprimer des objectifs précis et adaptés (quantitatifs et/ou qualitatifs) pour chaque processus,
- De la possibilité de déduire des indicateurs pertinents à partir des objectifs,
- Et enfin de la possibilité de suivre les indicateurs périodiquement.

⁶⁰ PECASSIOH VENANCE QUATTARA « Diagnostic financier et performance d'une entreprise en Côte d'Ivoire » mémoire master, Ecole Supérieure de gestion, Paris, 2007.

⁶¹ Abderrahman JAHMANE « La fidélisation des parties prenantes centrales (Actionnaires et Personnels) et leur impact sur la performance financière de l'entreprise », Thèse de doctorat, Université de Lille 1, 2012, page 98.

⁶² JEAN Baptiste Clément « La performance économique des processus » Conseil en organisation et systèmes d'information, article publié sur www.aldea.fr.

Chapitre 02 :L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

✓ Par rapport aux ressources dépensées par le processus

La mise en œuvre du processus a un coût, car le processus consomme des ressources pour fonctionner (RH, matières premières, SI,...) . Indépendamment de toute autre considération, le calcul et l'analyse de la structure de coûts du processus permet de mieux le connaître et de mieux le maîtriser. L'amélioration de sa performance économique consistera des optimisations d'utilisation de ressources et des réductions de coûts (économie d'échelles).

✓ Par comparaison entre les coûts engagés et la valeur ajoutée produite

Ce type d'analyse consiste à mettre en regard du coût du processus, la valeur du résultat qu'il a produit (quand le calcul est possible), afin de les comparer. La différence constitue la marge opérationnelle dégagée par le processus.

1.3.2. Performance financière

La performance financière est l'un des indicateurs utilisés pour mesurer la réussite d'une institution en termes de rendement financier. On la considère souvent comme un barème de référence que les investisseurs utilisent pour réaliser des enquêtes préalables ou évaluer le statut d'un investissement, ces données permettent aussi aux autorités publiques d'évaluer le respect de la réglementation et la santé générale du secteur financier⁶³.

Les systèmes de mesure de performance ont pour but de mobiliser les membres d'une organisation afin d'atteindre les objectifs fixés par les dirigeants soit directement soit indirectement après actions correctives. La performance est multidimensionnelle dès que les buts sont multiples, la performance est un sous ensemble de l'action, elle est subjective puisqu'elle est le produit de l'opération par nature subjective qui consiste à rapprocher une réalité à un souhait.

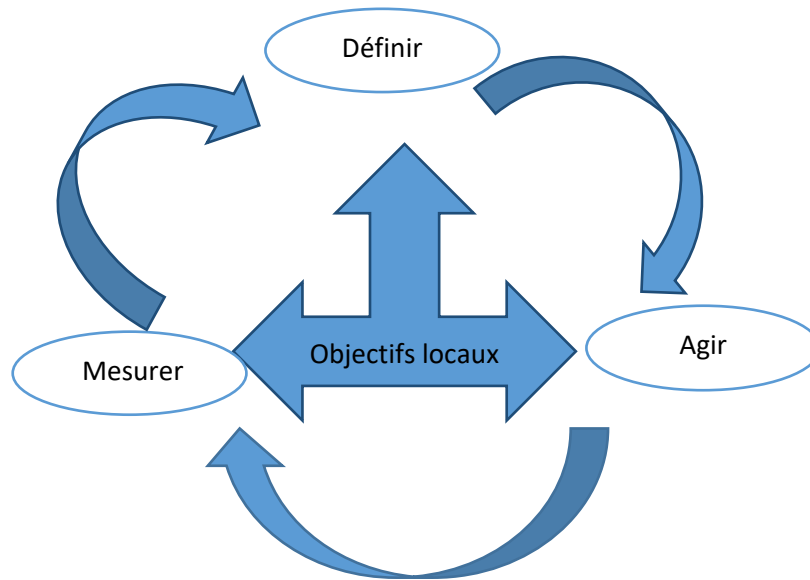
Les indicateurs de la performance d'une entreprise sont des grandeurs financières qui permettent de mesurer la performance des entreprises en valeur monétaire et de présenter une information synthétique et visuelle sur la situation d'une banque, d'un secteur, d'un marché. Autrement dit, un indicateur de performance est un ensemble de mesures orientées sur un aspect décisionnel de la performance globale, c'est-à-dire ces indicateurs qui orientent les décisions (voir la figure ci-dessous) sont multiples et dépendent d'une organisation à une autre⁶⁴.

⁶³ ROLAND Dominicé « Performance financière » article publié sur le portail MICROFINANCE LE 20/12/2016.

⁶⁴Houda BEN MAHMOUD « L'impact des innovations financières sur la performance financière des banques tunisiennes : cas des banques cotées en bourse » Institut supérieur de gestion de Gabès - Mastère de recherche en finance, 2012.

Chapitre 02 : L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

Figure N°06 : Représentation de la performance comme ensemble de décisions



Source : Fait par nous-mêmes.

De manière générale, ces indicateurs peuvent être regroupés en indicateurs de structure et ceux d'activité⁶⁵

1.3.2.1. Les Indicateurs de la structure financière

Les indicateurs de structure sont ceux qui sont fournis par les éléments émanant du bilan tel que le fond de roulement, la solvabilité, la liquidité, etc.

1.3.2.2 Indicateurs d'activités

Les indicateurs d'activité sont des grandeurs financières tirées du tableau de formation des résultats comme la rentabilité, le cash-flow, l'autofinancement. Il faut noter que deux ratios interviennent dans l'analyse de la performance financière :

- Rentabilité financière (R_{fin})
- Rentabilité économique ($R_{éco}$).

1.4. Les indicateurs de mesure de la création de valeur

1.4.1. L'EVA comme indicateur économique de la création de valeur

L'économic value added (EVA) est apparu au début des années 1990. Inventé par la société de conseil Stewart & Co, l'EVA est l'un des indicateurs de création de valeur les plus connus. C'est une mesure de performance opérationnelle qui permet sur un exercice comptable

⁶⁵Auréline NGALULA KADIMA « Appréciation de la performance financière des entreprises publiques à travers leur structures financières » mémoire de master, Université de Kinshasa, 2012.

Chapitre 02 : L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

donné d'évaluer la rentabilité d'un investissement revenant aux actionnaires après rémunération du capital employé ou investi. L'EVA est calculée par la formule suivante ⁶⁶:

$$\text{EVA} = \text{Actif économique} \times (\text{Rentabilité économique} - \text{coût du capital})$$

On voit que l'EVA sera d'autant plus élevée que :

- La rentabilité de l'actif économique sera grande.
- Le coût du financement du capital (fonds propres et dette) de l'entreprise sera faible.
- La croissance de l'actif économique sera forte.

L'EVA est un indicateur financier qui a connu un succès grandissant non seulement pour l'évaluation de la valeur créée pour les actionnaires, mais aussi pour la mesure de l'impact de l'action des dirigeants. Cette dernière présente alors un intérêt par rapport à des méthodes utilisant des paramètres financiers comme le chiffre d'affaires, le résultat total, ou même le taux de rentabilité des actifs, car elle prend en compte le coût des capitaux investis.

1.4.2. Ratios de rentabilité

Il s'agit des ratios qui comparent le résultat aux ressources mises à la disposition de l'entreprise⁶⁷.

➤ Ratio de rentabilité économique

Il représente l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise les capitaux mis à sa disposition et n'est pas affectée par la structure financière de l'entreprise. Ce ratio est exprimé par le rapport suivant⁶⁸ :

$$\text{Rentabilité économique} = \frac{\text{Résultat d'exploitation après impôts}}{\text{Actif économique}}$$

Ce ratio est à la mode chez les analystes financiers (C'est à dire un ratio fondamental de l'analyse financière) ; il s'agit du R_{eco} qui est égal au résultat d'exploitation sur l'actif économique net, il est destiné à être comparé à la rentabilité espérée par les actionnaires ; si

⁶⁶Vernimmen.P, Quiry.p, Yann de le fur « finance d'entreprise »,19ème Edition Dalloz, chapitre 29.

⁶⁷ Article « les ratios de rentabilité et cours de comptabilité générale » publié sur dirensmines-paristech.fr.

⁶⁸ Charles-Henri d'Arcimoles& Jean-Yves Saulquin « Finance appliquée : Analyse financière », EDUCAPOLE gestion, page 157.

Chapitre 02 :L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

Réco est supérieur à cette dernière, il y a accroissement de la valeur économique de l'entreprise.

➤ **Ratio de rentabilité financière**

Il est également appelé return on equity (ROE), ce ratio permet de mesurer les profits dégagés par la société avec l'argent investi par les actionnaires, il permet de comparer la rentabilité d'une société par rapport aux autres entreprises intervenant dans le même secteur d'activité⁶⁹. Opérationnellement, le ratio de rentabilité financière est égal à⁷⁰ :

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

1.4.3. Bénéfice par action :

Le bénéfice par action (BPA) reste le favori de beaucoup de financiers d'entreprise : malgré ses limites, c'est le critère le plus utilisé aujourd'hui en raison du lien direct qui l'unit à la valeur de l'action par le multiple du résultat net. L'utilisation du bénéfice par action est cependant fondée sur trois méprises : croire que le bénéfice par action prend en compte le coût des capitaux et donc le risque, croire que les données comptables ont une influence sur la valeur de l'entreprise, croire que toute décision financière qui tend à faire croître le bénéfice par action fait croître la valeur.

En fait, le critère de BPA ne peut être un indicateur pertinent de création de valeur que si trois conditions sont respectées : le risque de l'actif économique doit être le même d'un exercice sur l'autre, ou avant et après une opération (fusion, augmentation de capital, investissement, ...); le taux de croissance des résultats doit être le même avant et après une opération donnée ; la structure financière de l'entreprise doit être la même d'un exercice sur l'autre, ou avant et après une opération donnée.

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

⁶⁹ Philippe Bouvard « L'entreprise et la bourse : Ratios de rentabilité » publié sur easyBOURSE (ESPACE PEDAGOGIQUE).

⁷⁰ Charles-Henri d'Arcimoles& Jean-Yves Saulquin, Op.Ciée, page 158.

Chapitre 02 : L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

2. Lien entre l'effet de levier financier et la valeur de l'entreprise

Vu que l'effet de levier financier se définit comme étant l'impact de l'endettement sur les capitaux propres de l'entreprise, il conviendra de s'interroger sur la relation entre les notions : « d'endettement, rentabilité, et valeur ».

Les tenants de l'analyse traditionnelle à savoir, Graham et Dodds⁷¹ abordent la question de la maximisation de la valeur de l'entreprise à travers sa structure financière.

Il est question ici de dire s'il existe une combinaison d'endettement net et de capitaux propres qui permettent de maximiser la valeur de l'actif économique. Autrement dit, une structure financière telle que le coût moyen pondéré du capital défini ci-dessous soit le plus faible.

Le coût moyen pondéré du capital (ou coût du capital), noté CMPC, est le taux de rentabilité exigé par l'ensemble des pourvoyeurs de fonds de l'entreprise pour accepter de la financer « acheter les titres ou les conserver⁷² ». C'est le coût de financement de l'entreprise et c'est le taux de rentabilité minimum que doivent dégager ses investissements sur moyenne période.

En effet, la dette est moins onéreuse que les capitaux propres, car elle est moins risquée. Dès lors, tout accroissement modéré de l'endettement permet de réduire le CMPC puisqu'il y a substitution d'une ressource peu onéreuse, la dette, à une ressource plus coûteuse, les capitaux propres. C'est la justification de l'utilisation de l'effet de levier.

Toutefois, tout accroissement de la dette augmente le risque de l'action pour son détenteur. Le marché exige alors un taux de rendement des fonds propres plus élevé. Cette augmentation du taux de rentabilité requis sur les capitaux propres annule donc une partie de la diminution de coût entraînée par le recours à l'endettement.

Et plus la part relative de l'endettement augmente, plus le risque couru par les actionnaires s'accroît, et plus le marché exige un taux de rentabilité des capitaux propres élevé, jusqu'à annuler l'effet positif du recours à l'endettement. A ce niveau de levier financier, l'entreprise a atteint sa structure financière optimale qui lui assure le coût moyen pondéré du capital le plus faible et donc la valeur de l'actif économique la plus élevée.

En effet, si l'entreprise continue à s'endetter, le gain qu'elle en retire est insuffisant désormais pour compenser le renchérissement du rendement exigé par le marché.

Par ailleurs, à partir d'un certain seuil d'endettement, le coût de celui-ci augmente, car il devient beaucoup plus risqué. A un coût des capitaux propres plus élevé, vient donc s'ajouter un coût de l'endettement en augmentation. Cette situation pourrait être préjudiciable pour l'entreprise comme l'ont si bien démontré Baxter (1967) et Stiglitz⁷³.

Pour eux, un endettement excessif de l'entreprise entraînerait un risque de faillite auxquels sont associés des coûts qui devraient venir diminuer la valeur nette des actifs et partant du

⁷¹Graham.B, Dodd.L., Security analysis, 3e Edition, 1951.

⁷² Vernimmen P., Finance d'entreprise, Dalloz 4e édition, 2000, pp569.

⁷³Stiglitz .j, « On the irrelevance of corporate financial policy », American Economic Review, vol LXIV, p.851 à, 866, décembre 1974

Chapitre 02 : L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

revenu qui devrait échoir aux actionnaires de l'entreprise en faillite. Cela justifierait malgré tout, l'existence d'une structure financière optimale qui maximiserait la valeur de la firme.

Après le développement de ce point nous constatant que l'effet de levier de la dette peut être :

➤ **Un facteur de « bon stress » et de création de valeur**

L'application mécanique de l'effet de levier conduit à envisager l'endettement comme une stratégie financière ne conduisant qu'à maximiser la rentabilité des fonds propres et donc la valeur de l'entreprise ;

Selon *Vernimmen*, il existe néanmoins deux cas très particuliers où nous pensons qu'une stratégie d'endettement peut être créatrice de valeur en soi⁷⁴.

- **Le cas d'une économie inflationniste**

Cela a été ainsi la stratégie caricaturale des années 1960 : une stratégie de fuite en avant particulièrement bien adaptée dans un contexte de forte croissance. Cette stratégie a une double caractéristique : forts investissements pour augmenter la taille de l'outil industriel et faibles marges pour conquérir des parts de marché et faire tourner l'outil de production. Bien évidemment, la rentabilité économique est faible (faibles marges et forts investissements), mais le recours inévitable à l'endettement (la faiblesse des marges entraîne des flux sécrétés par l'exploitation insuffisantes pour un autofinancement total) permet de gonfler la rentabilité des capitaux propres par le mécanisme de l'effet de levier. Ce d'autant plus que le coût réel de la dette est faible ou négatif en raison de l'inflation, les créanciers sont remboursés pour partie en monnaie de singe. Cependant, la rentabilité des capitaux propres est très instable, elle peut brutalement chuter lorsque le taux de croissance de l'activité se ralentit.

- **Le cas d'un endettement très lourd et en particulier pour les sociétés ayant fait l'objet d'un LBO⁷⁵ :**

Nous ne pensons ni que l'amélioration de la rentabilité des capitaux propres due à l'effet de levier crée de la valeur, ni que l'économie d'impôt soit une réelle source de création de valeur. En revanche, le niveau important de dette pousse les dirigeants à être particulièrement performants pour que l'entreprise soit à même, par ses flux de trésorerie, de faire face au lourd poids de son endettement qui a alors, à peu près, le rôle du fouet dans les mines et les villas de l'Antiquité ! Ainsi c'est l'amélioration de la rentabilité économique qui est alors créatrice de valeur.

➤ **Un facteur de « mauvais stress » et de destruction de valeur**

Une utilisation "mécaniste" de l'effet de levier peut conduire à une politique de surendettement en période de croissance, ce qui est acceptable à la fois par l'entreprise

⁷⁴ https://www.vernimmen.net/Lire/Lettre_Vernimmen/Lettre_28.html.

⁷⁵ Le Leveraged buy-out (**LBO**) ou rachat avec effet de levier est un montage financier permettant le rachat d'une entreprise par le biais d'une société holding.

Chapitre 02 :L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

(croissance et inflation), et par les banques, qui assurent leur remboursement sur les fruits de la croissance ainsi financée.

Un endettement fort induit une plus grande sensibilité de l'entreprise aux modifications brutales des conditions économiques : le poids des frais financiers contribue à augmenter le niveau du point-mort d'exploitation (ce sont des charges fixes), et la sous-capitalisation accroît les risques de rupture financière.

D'autre part, dans une logique de recours massif à la dette, les dirigeants prennent en compte les contraintes et risques évoqués, ce qui peut les conduire à privilégier une forme d'endettement très disponible, peu contraignante et peu coûteuse : le crédit fournisseur. Ce dernier peut jouer un rôle de substitut au crédit bancaire, et expliquer l'importance globale du Crédit Interentreprises⁷⁶.

Une illustration des risques associés à une pratique trop laxiste du levier de la dette a été fournie par la crise économique de 1973 (Premier choc pétrolier⁷⁷). Dans les années de forte expansion, les taux d'intérêts réels faibles ont permis aux entreprises de mettre en place des politiques financières largement organisées autour de l'effet de levier, concept très largement diffusé dans les manuels et les cycles de formation à la gestion. Le choc pétrolier de 1973 s'est traduit dès les premières semaines par deux phénomènes : d'une part une hausse des taux d'intérêts, et d'autre part un ralentissement économique. Cette dernière variable a conduit à une baisse des marges, amputées par ailleurs d'une augmentation des frais financiers. De ce fait, l'effet de levier a été un mode de transmission aux firmes de la crise économique générale⁷⁸.

3. Lien entre l'effet de levier opérationnel et la valeur de l'entreprise

En augmentant les ventes et la productivité d'une entreprise, on augmente son chiffre d'affaires, son résultat et sa rentabilité. Haugen et Baker (1996)⁷⁹ et Yang et al. (2010)⁸⁰ ont prouvé que plus la rentabilité de l'entreprise est élevée, plus il y a des bénéfices pour les actionnaires, et donc la valeur d'entreprise attendue sera plus élevée.

L'utilisation d'un effet de levier opérationnel élevé peut conduire une entreprise à générer des profits et des bénéfices élevés et une rentabilité importante donc une valeur élevée.

⁷⁶ Dietsch. M, 1992, pp. 666-681.

⁷⁷ C'est une crise mondiale des prix du pétrole qui débute en 1973 à la suite du pic de production du pétrole des Etats-Unis et de l'abandon des accords de bretton-Woods qui a pour effet une forte concentration du dollar et donc des cours du pétrole qui sont libellés en dollars.

⁷⁸ Thibierge.C, Thomas.P, « Une relecture opérationnelle à destination des décideurs financiers d'entreprise », Cahier de recherche ESCP, n° 97-135, p27.

⁷⁹Haugen, R.A. & Baker, N.L. (1996). Commonality in the determinants of expected stock returns, *Journal of Financial Economics*, 41, pp. 401-439.

⁸⁰Yang. C (2010). Co-determination of capital structure and stock returns – A LISREL approach: An empirical test of Taiwan stock market, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50, pp. 222-233.

Chapitre 02 :L'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise

L'incertitude de générer un montant de ventes nécessaire représente un dilemme auquel l'entreprise est confrontée, car si elle a des coûts fixes élevés et qu'elle trouve des difficultés à vendre suffisamment d'unités elle ne sera pas en mesure de réaliser des bénéfices, la rentabilité sera donc impactée négativement ce qui va réduire sa valeur.

Conclusion

En résumé, nous pouvons dire que ce chapitre nous a permis de développer les notions principales que constitue notre sujet d'étude ;L'effet de levier financier et l'effet de levier opérationnel, ces deux outils de gestion offrent de nombreux avantages pour une entreprise d'aller de l'avant donc d'augmenter sa valeur car ils entraînent une augmentation des bénéfices pour elle, mais ils ont aussi des limites qui peuvent conduire à des risques.

L'effet de levier opérationnel explique la nature du risque commercial de l'entreprise, tandis que le levier financier traite de son risque financier, mais ce qui compte pour cette dernière c'est son «risque total».

Le risque total d'une entreprise peut être capturé par l'effet levier combiné qui est calculé comme la multiplication du levier d'exploitation et du levier financier.

L'effet de levier combiné est considéré comme une mesure du risque total car le levier d'exploitation montre l'effet de la variation du chiffre d'affaires sur le résultat d'exploitation et le levier financier montre l'effet de la variation du résultat d'exploitation sur le bénéfice par action. Ainsi, une entreprise disposant à la fois d'un levier opérationnel et d'un levier financier devra voir l'effet de l'évolution du chiffre d'affaires sur son bénéfice par action.

L'importance de cette combinaison peut être résumée dans les points suivants :

- Une combinaison de faible levier d'exploitation et de faible levier financier indique que l'entreprise perd des opportunités rentables ;
- Il indique l'effet que les modifications des ventes auront sur le BPA ;
- Une combinaison d'un levier d'exploitation élevé et d'un faible levier financier indique que la direction doit être prudente car le risque élevé associé au premier est compensé par le second ;
- La combinaison d'un faible levier d'exploitation et d'un levier financier élevé donne une meilleure situation pour maximiser le rendement et minimiser le facteur de risque.

***Chapitre 03 : Cas de l'entreprise
« ELECTRO-INDUSTRIES, Azazga »
comme illustration des développements
théoriques***

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

Introduction

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

Afin de ne pas rester limité à notre étude sur le seul côté théorique, nous consacrons ce chapitre au côté pratique, où il a été fait en choisissant l'entreprise « ELECTRO-INDUSTRIES, Azazga ». Nous essaierons de connaître l'impact de chacun des deux effets levier : opérationnel et financier sur la valeur de cette dernière.

Dans la 1^{ère} section de ce chapitre, nous allons aborder une présentation générale de l'entreprise « ELECTRO-INDUSTRIES, Azazga ».

La 2^{ème} section, fera l'objet de l'étude des effets de levier, financier et opérationnel, au sein de l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIES durant la période 2015-2017.

Section 01: Présentation et organisation de l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIES

Dans cette première section nous allons étudier l'historique d'ELECTRO-INDUSTRIES, ses activités, sa clientèle, son organisation et ses points forts et faibles.

1. Historique d'ELECTRO-INDUSTRIES

ELECTRO-INDUSTRIES trouve son origine dans la restructuration de SONELEC (Société Nationale d'Electronique), l'une des plus importantes entreprises du pays. Cette entreprise possède plusieurs unités de productions réparties à travers le territoire national, crée en 1969. Celle-ci a existé jusqu'à la restructuration des secteurs industriels en plusieurs entreprises juridiquement indépendantes composée d'unité commerciale et de production en 1983.¹

L'ENEL (Entreprise Nationale des Industries Electrotechniques) est l'une de ces entreprises qui a occupé une place dans le secteur industriel, crée en 1985. Cette dernière a été réalisée dans le cadre d'un contrat « produit en main » avec des partenaires allemands, en l'occurrence :²

- SIEMENS : Pour les produits alternateurs, générateurs, et groupes électrogènes ;
- TRAFU-UNION : Pour le produit transformateur ;
- FRITZ-WERNER : Pour la partie engineering du projet.

Quant à la construction et l'infrastructure, elles sont réalisées par les entreprises Algériennes ECOTEC, COSIDER et BATIMETAL.

L'ENEL a deux principales unités de productions essentielles. La première (transformateur) a commencé la production à la même année de sa création (1985). La

¹ Document interne de l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIES.

² Disponible sur : <http://www.electro-industrie.com>, consulté le 28/11/2020

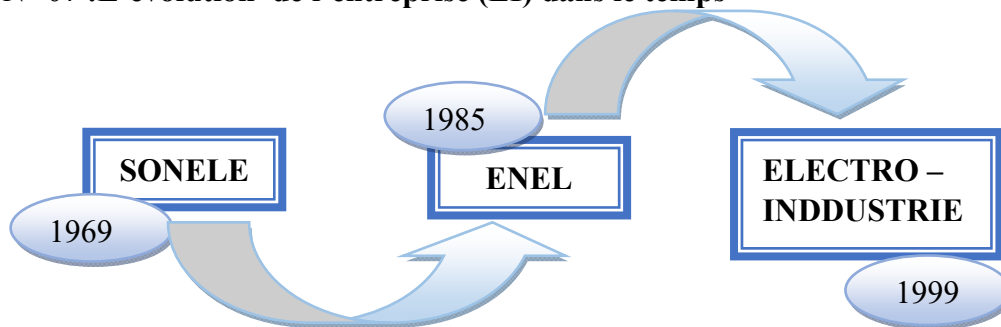
Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

deuxième (moteurs/alternateurs) a commencé la production en 1986. Ces produits sont fabriqués sous licence SIEMENS jusqu'à 1992.

Enfin, suite à la réorganisation du secteur industriel en Algérie (1999), l'entreprise ENEL a changé de statut pour en devenir une entreprise nommée : « ELECTROINDUSTRIES ». Cette dernière est spécialisée dans la fabrication et commercialisation des transformateurs et moteurs électriques, destinés essentiellement au marché local.

Nous présentonsci-dessous, la figure N° 07 par laquelle nous récapitulons cette évolution.

Figure N° 07 :L'évolution de l'entreprise (EI) dans le temps



Source : Fait par nous-mêmes.

2. Présentation générale d'ELECTRO-INDUSTRIES

2.1. Statut juridique, capital social et positionnement géographique de l'entreprise EI

L'ELECTRO-INDUSTRIES est une entreprise publique économique (EPE) dont la forme juridique est une société par action (SPA) au capital de 4.753.000.000 DA détenu à 100% par le holding ELEC-EL-DJAZAIR pour le seul compte de l'Etat , spécialisée dans la fabrication et la commercialisation des transformateurs de distribution et de moteurs électriques monophasés et triphasés. Elle est implantée 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.

2.2. L'effectif de l'Electro-Industries

L'entreprise emploie 900 agents dont 16% de cadres, 30% de maîtrises et 54% d'exécutions. L'effectif de l'entreprise est réparti comme suit³ :

- L'unité Transformateur occupe 412 employés ;
- L'unité Moteur avec un effectif de 227 employés ;
- L'unité prestation technique occupe 110 employés ;

³Documents internes de l'entreprise

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

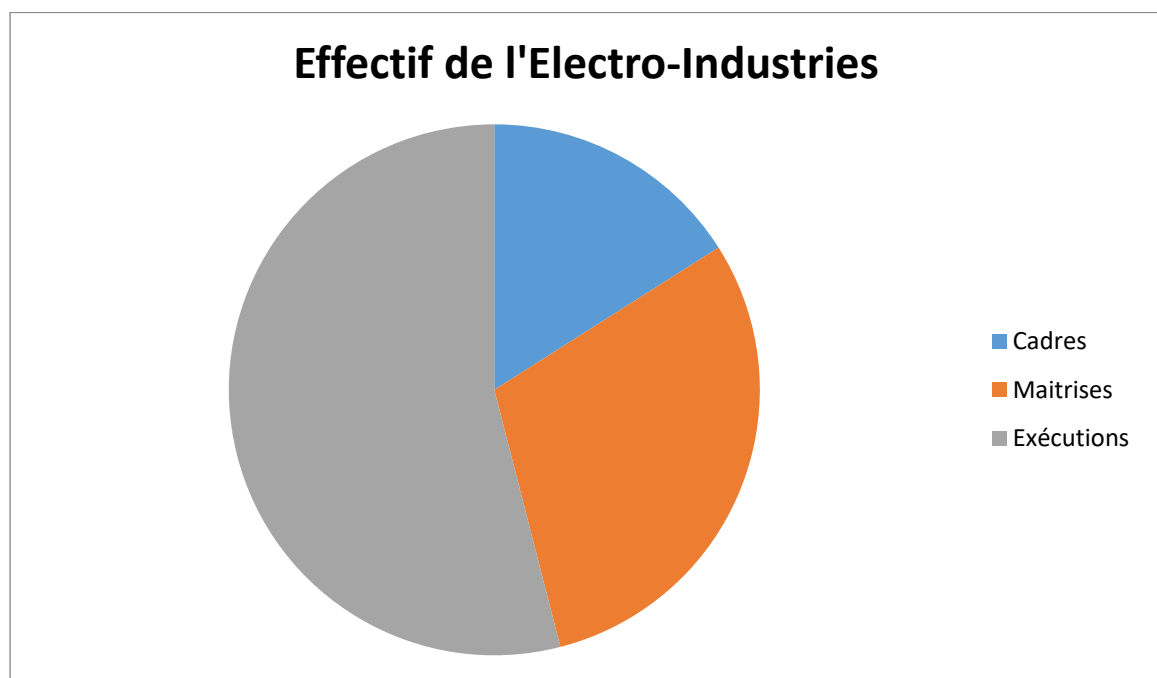
-La direction générale avec un effectif de 151 employés.

Tableau N° 03 : Effectif de l'Electro-Industries

Effectif	Nombre d'employés	Fréquent (%)
Cadres	140	16
Maitrises	270	30
Exécutions	486	54
Total	900	100

Source : Réalisé par nous-mêmes à partir des documents interne de l'Entreprise.

Figure N° 08 : Effectif de l'Electro-Industries



Source : Réalisé par nous-mêmes à partir des documents interne de l'Entreprise.

2.3. Les activités de l'Electro-Industries

L'entreprise Electro-Industries présente une double activité. En effet, cette dernière a une activité principale et une activité secondaire. La principale activité de l'entreprise (EI) est la production et la commercialisation des transformateurs et des moteurs de distribution électriques. Quant à l'activité secondaire, celle-ci est matérialisée au sein de l'entreprise EI par :

- La production et la commercialisation des alternateurs et de groupes électrogènes ;
- Les prestations techniques : service après-vente ;
- Les prestations internes à l'entreprise (au niveau des unités de production).

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

Electro-Industries est composée de trois unités, à savoir :

- Unité de fabrication de Moteurs électriques, alternateurs, groupes électrogènes (UME) ;
- Unité de Prestations Techniques pour les deux unités précédentes (UPT) ;
- Unité de fabrication de Transformateurs de distribution (UTR).

Nous présentons les capacités de production des deux produits phares de l'entreprise :

➤ **La capacité de production des transformateurs**

Pour les transformateurs de puissance de 50 à 2000 KVA : tension usuelle en moyenne tension 5.5 -10V et tension usuelle en basse tension 400V. La capacité théorique de l'unité Transformateurs est de 5000 unités par an. Or, l'entreprise n'a produit que 3454 en 2017, soit de 71% de la production prévue.

Pour suivre l'évolution de la production de l'unité UTR, nous proposons le tableau N°04 suivant retraçant l'évolution de la capacité de production des transformateurs.

Tableau N° 04 : Evolution de la production de l'unité Transformateurs pour les trois (03) années 2015, 2016 et 2017.

Indicateurs	2015	2016	2017
Production (U= pièces)	4 585	3920	3454
Taux de réalisation de la production estimée (%)	92%	78%	71%

Source : Réalisé par nous-mêmes à partir des documents internes de l'Entreprise.

A travers ce tableau N° 04, nous constatons que le taux d'évolution des transformateurs est en baisse pour les trois dernières années. En 2015, le taux de production est de 92%. En 2016, la production baisse à 78%. Enfin en 2017, le taux de production n'atteint que 71%. Cette tendance baissière du taux de production des transformateurs s'explique par la perte du plus grand client de l'entreprise, à savoir la SONELGAZ, et pour donc éviter le sur-stockage, l'entreprise a bien dû baisser son niveau de production.

➤ **La capacité de production des moteurs**

En ce qui concerne les moteurs, ces derniers présentent les caractéristiques suivantes :

- Puissance des moteurs qui va de 0.25 à 400 KVA. ;
- Puissance des alternateurs qui va de 17,5 à 200 KVA ;
- Puissance des groupes électrogènes allant de 100, 126, 160 et 200 KVA.

La capacité théorique de production de cette unité est de 40.000 unités/an dont 20.000 unités pour les alternateurs. La production réelle n'est que de 10 000 unité/an soit 25% de ses capacités de production.

Le tableau suivant montre l'évolution de la capacité de production des moteurs.

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

Tableau N° 05 : Evolution de la production des moteurs, alternateurs et groupes électrogènes

Indicateurs	2015	2016	2017
Production (U= pièces)	12 966	11970	13058
Taux de réalisation de la production estimée (%)	32%	30%	32%

Source : Réalisé par nous-mêmes à partir des documents internes de l'Entreprise.

Après analyse du tableau n° 05, nous constatons que les taux de production sont très faibles par rapport à la capacité réelle de production de l'entreprise. Ces faibles taux s'expliquent par le fait que l'entreprise concentre ses efforts et ses moyens de production au service de l'activité principale (production des transformateurs).

2.4. L'évolution des ventes d'ELECTRO-INDUSTRIES

Comme cité précédemment, l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIES a une capacité de production de 5000U/an transformateurs et de 40 000 U/ an moteurs. Néanmoins, 70% du montant total du chiffre d'affaires représente les transformateurs, 20% pour les moteurs et 10% pour les prestations techniques.

Tableau N°06: Chiffre d'affaires par produits d'ELECTRO-INDUSTRIES

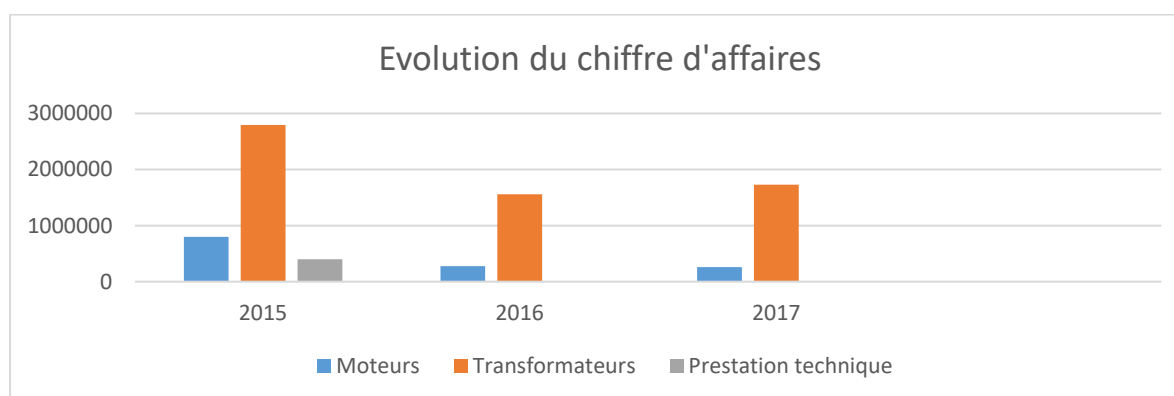
U : KDA

Produit	Moteurs (20%de CA)	Transformateurs (70%CA)	Prestations techniques (10%CA)	Total des ventes
Année				
2015	798 122	2 793 426	399 061	3 990 608
2016	275 970	1 559 134	12 388	1 847 492
2017	259 704	1 728 824	10 317	1 998 845

Source : Réalisé par nous-mêmes à partir des documents internes de l'Entreprise.

D'après ce tableau, on constate que l'ELECTRO-INDUSTRIES réalise un chiffre d'affaires de 3 990 608DA en 2015. En 2016 le chiffre d'affaire est de 1847 492DAenfin en 2017 le chiffre d'affaire a connu une hausse de 151 355DA pour atteindre 1 998 845DA.

Graphique N°03 : Représentation graphique de l'évolution du CA par produits d'ELECTRO-INDUSTRIES (Unité : KDA)



Source : Elaboré par nous-mêmes à partir des données interne de EI.

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

2.5. Les concurrents et les clients de l'Electro-Industries

➤ Les concurrents de l'Electro-Industries

En termes de produits cités déjà, l'ELECTRO-INDUSTRIES est la seule Entreprise de production de ces types de produits sur le marché national.

Par conséquent, elle n'a pas de concurrents sur le marché local. Cependant, elle a des concurrents à l'étranger tel que : la France, l'Espagne et la Turquie.

➤ Les clients de l'Electro-Industries

ELECTRO-INDUSTRIES travaille principalement avec trois catégories de clientèle (SONELGAZ, les agents agréés et les particuliers).

✓ SONELGAZ

SONELGAZ est une entreprise publique économique, ses métiers de base assurent la production, le transport et la distribution de l'électricité et gaz. En effet, SONELGAZ et Electro- Industries signent des contrats de vente portant sur les transformateurs à grande capacité. D'où, l'entreprise Electro-Industries réalise avec SONELGAZ un chiffre d'affaires record atteignant les 70% du total des ventes.

✓ Autres entreprises publiques économiques (EPE)

Les autres EPE occupent une proportion de 5% du total des ventes.

✓ Les Agents agréés

Autrement dit, les commerçants. Ils achètent généralement les moteurs électriques, rarement les transformateurs, en vue de les revendre. Cependant, l'entreprise Electro-Industries réalise avec les commerçants une proportion importante qui atteint 20% du total des ventes.

✓ Les particuliers

Les particuliers achètent les produits en unité, généralement des moteurs à capacité minimum ou les pièces électriques (unité prestation). Ils occupent une proportion de 5% du total chiffre d'affaires d'Electro-Industries.⁴

Le tableau N°07 et la figure N°09 représentent les différents clients de l'entreprise EI

Tableau N° 07 : Les clients de l'ELECTRO-INDUSTRIES

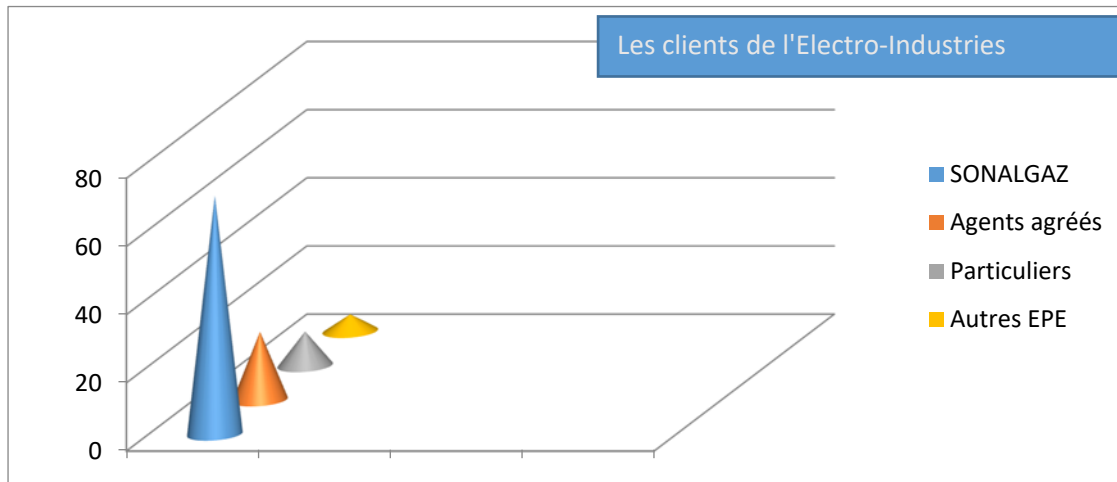
Clients	Chiffre d'affaires en pourcentage
SONALGAZ	70%
Agents agréés	20%
Particuliers	5%
Autres EPE	5%

Source : Réalisé par nous-mêmes à partir des documents internes de l'entreprise

⁴ Documents internes de l'entreprise

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

Figure N° 09 : Les clients de l'ELECTRO-INDUSTRIES



Source : Réalisé par nous-mêmes à partir du tableau N°07

3. Les points forts et les points faibles de l'entreprise (EI)

3.1. Les points forts

- L'Entreprise Electro-Industries réalise un chiffre d'affaires très important de 1,8 Milliards de Dinars (90% de la vente des transformateurs et 10% de la vente des moteurs) ;
- L'Entreprise Electro-Industries à deux unités de fabrications (transformateurs et moteurs) ;
- L'Entreprise Electro-Industries a une part très importante sur le marché national (position de monopole sur le marché ce qui concerne le produit transformateur) ;
- Remplacer les partants en retraite ;
- Réorienter la formation vers la production.

3.2. Les points faibles

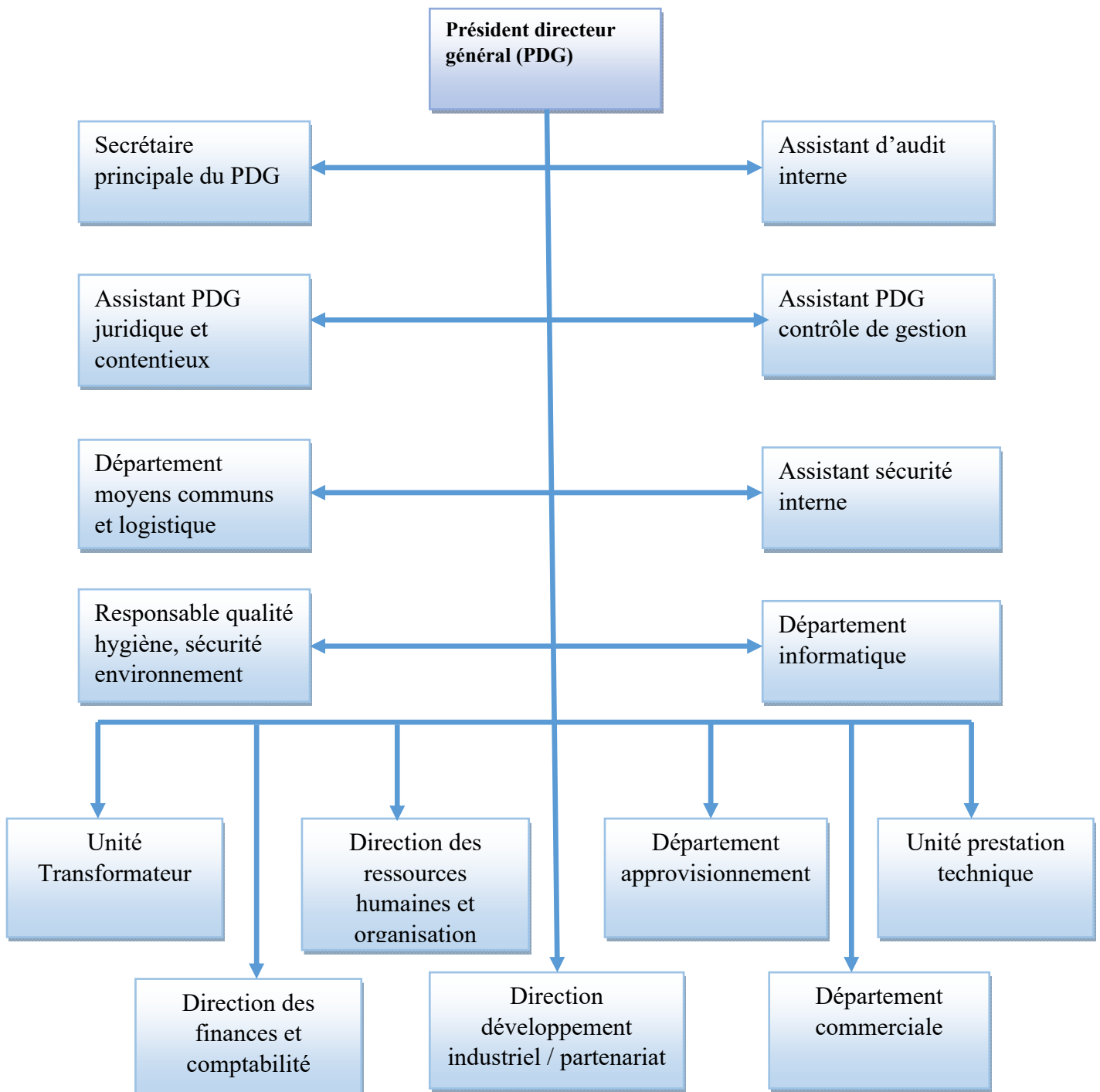
- Le coût de production est très élevé (il faut maitrise le cout de production) ;
- Manque de marketing et de publicité pour présenter leurs produits ;
- L'Entreprise Electro-Industries à un seul client essentiel SONALGAZ ;
- Départ massif en retraite ;
- Vieillessement des équipements de productions ;
- L'Entreprise Electro-Industries à un manque d'un service de maintenance qualifie.

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

4. L'organisation de l'ELECTRO-INDUSTRIES

L'organisation de l'Entreprise ELECTRO-INDUSTRIES est représentée dans l'organigramme suivant :

Figure N°10: Organigramme de l'ELECTRO-INDUSTRIES



Source : Document interne à l'entreprise

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

Cet organigramme nous informe sur la structure de l'entreprise « ELECTRO-INDUSTRIES», permettant de se rendre compte de la répartition des tâches entre les services, ainsi que le niveau hiérarchique des différents chefs de services et les liaisons fonctionnelles entre ces derniers.

5. Les objectifs d'Electro-Industries

Comme toute entreprise industrielle, la société Electro-Industries a pour objectifs de :

- Transformer les matières premières en produits finis pour les vendre à d'autres entreprises ou directement aux consommateurs ;
- Servir le marché en produisant et en distribuant des transformateurs électriques correspondant à la demande des clients ;
- Engranger des bénéfices ;
- Produire un excédent de trésorerie qui sera réinvesti dans le développement des activités ;
- Atteindre un but technique via la conception et la réalisation des transformateurs de qualité ;
- Motiver son personnel ;
- Chercher l'efficacité ;
- Développer sa part de marché ;
- Diminuer la dépendance extérieure de l'Algérie.

Section 2 : Etude des effets de levier, financier et opérationnel, au sein de l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIES durant la période 2015-2017

Pour mener à bien notre étude, nous nous sommes appuyées dans cette présente section sur le plan suivant :

D'abord, faire une analyse de la structure financière de l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIES pour les trois (03) années d'étude (2015, 2016, 2017) en fixant comme objectif « porter un jugement sur la santé financière de cette dernière ». L'outil de travail utilisé pour faire cette analyse est le **bilan**.

Ensuite, nous procédons à l'étude de la rentabilité de l'entreprise d'ELECTRO-INDUSTRIES pour la même période d'étude dans le but « d'en déduire l'impact des deux effets de levier financier et opérationnel sur cette dernière ». Les outils de travail utilisés pour effectuer cette étude sont le **bilan, comptes de résultat, tableau de la structure des coûts**.

Enfin, nous concluons cette section avec les principaux constats que nous avons tiré sur le thème de notre recherche.

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

1. Analyse de la structure financière de l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIES de 2015 à 2017

L'analyse financière est un ensemble de réflexion et travaux qui permettent à partir de l'étude de documents comptables et financiers, de caractériser la situation financière d'une entreprise, d'interpréter ses résultats et de prévoir son évolution à plus ou moins long terme afin de prendre les décisions qui découlent de ce travail de réflexion.

1.1. Présentation des bilans financiers de l'entreprise (EI)

Le bilan financier est un document permettant de connaître ce qui est possédé par une entreprise (son actif) et ce qu'elle doit (son passif). Il reprend les informations fournies par le bilan comptable en les réorganisant de manière à déterminer la solvabilité de la société sur le court terme.

1.1.1. Présentation des bilans financiers, partie « actif » de (EI) durant la période d'étude

Tableau N°08 : Bilans financiers des exercices 2015, 2016,2017, partie « actif »

U : KDA

BILANACTIF			
	2015	2016	2017
Valeurs immobilisés (VI)			
Immob-incorporelles	5 068	4 537	7 420
Immob-corporelles	2 091 239	1 956 639	1 830 600
Immob-encours	2550	1 110	4 738
Immob-financière	850 000	2 000 000	1 450 000
Impôts différés actif	56 853	43 784	46 219
TOTAL VI	3 005 710	4 006 070	3 338 977
Valeurs d'exploitation (VE)			
Stocks et encours	1 995 237	2 718 023	2 832 774
TOTAL VE	1 995 237	2 718 023	2 832 774
Valeurs réalisables (VR)			
Clients	1 129 955	513 872	882 428
Autres débiteurs	342 856	347 358	352 332
Impôts assimilés	3 383	105 977	12 008
TOTAL VR	1 476 194	976 207	1 246 768
Valeurs disponibles (VD)			
Trésorerie	1 659 704	193 285	628 912
TOTAL VD	1659 704	193 285	628 912
TOTAL GENERAL ACTIF	8 136 845	7 884 585	8 047 431

Source : élaboré par nous-mêmes à partir des bilans comptables des exercices 2015 à 2017

C'est à partir des bilans comptables que nous avons abouti à ces bilans financiers.

A partir de tableau ci-dessus, nous allons faire ressortir les grandes masses des bilans financiers de l'entreprise EI des exercices 2015, 2016,2017.

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

1.1.2. Elaboration des bilans financiers en grandes masses partie « actif » pour les années 2015, 2016, 2017

Le bilan financier en grandes masses donne la proportion de chaque masse composant le patrimoine de l'entreprise (EI). 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°09 : Bilans financiers en grandes masses des exercices 2015 à 2017, partie « actif »

U: KDA

Actif						
	2015	%	2016	%	2017	%
VI	3 005 710	36,94	4 006 070	50,81	3 338 977	41,49
VE	1 995 237	24,52	2 718 023	34,47	2 832 774	35,20
VR	1 476 194	18,14	976 207	12,27	1 246 768	15,49
VD	1659 704	20,40	193 285	02,45	628 912	7,81
Total actif	8 136 845	100	7 884 585	100	8 047 431	100

Source : Elaboré par nous-mêmes à partir du tableau N°08

Après l'élaboration du bilan ci-dessus nous avons constaté que :

➤ **Les valeurs immobilisée VI⁵**

L'entreprise EI est en situation de sous-investissement car les VI des années 2015 et 2017 sont inférieure à 50% ce qui dû au :

- Vieillessement 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.

➤ **Les valeurs d'exploitation VE⁶ et VR⁷**

Les valeurs d'exploitation excèdent largement les valeurs réalisables sur les années 2016,2017 ce qui signifie que l'entreprise en question trouve une difficulté à écouler ses stocks.

➤ **Les valeurs disponibles VD⁸**

En 2015, les valeurs disponibles de l'entreprise EI s'éloignent largement de la norme admise qui est de 5% (VD=20,40%). Ainsi, il y a une sur liquidité pour cette année due à l'arrivée à échéance d'un dépôt à terme au 31/12/ 2015 d'un montant de 300 000 KDA.

⁵ Les VI regroupent l'ensemble des biens durables utilisés par l'entreprise à plus d'un an.

⁶ Les VE représentent tous les biens utilisés dans le cycle d'exploitation de l'entreprise.

⁷ Les VR regroupent toutes les créances ayant une échéance à moins d'un an pour leur transformation en liquidité.

⁸ Les VD comprennent tous les éléments du bilan immédiatement réversible en monnaie donc procédant un degré de liquidité très élevée.

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

En 2016, le ratio a connu une chute de 17,95% (VD=2,45%) suite au placement d'un emprunt obligataire d'un montant de 1150 000 KDA.

Les valeurs disponibles de l'entreprise EI ont évolué en 2017 à 7,81% en raison d'un versement anticipé d'un dépôt à terme de 550 000 KDA.

1.1.3. Présentation des bilans financiers, partie « passif » de (EI) durant la période d'étude

Tableau N°10 : Bilans financiers, partie « passif » de l'entreprise (EI) des exercices 2015, 2016,2017.

U : KDA

Eléments	BILAN		PASSIF	
	2015	2016	2016	2017
Capitaux propres CP				
Capital émis	4 753 000	4 753 000	4 753 000	4 753 000
Primes et réserves	1 948 791	2 096 009	2 442 566	2 442 566
Résultat net	294 738	147 787	180 376	180 376
TOTAL CP	6 996 525	6 996 796	7 075 942	7 075 942
Dettes à long moyen terme (DLMT)				
Emprunts et dettes financière	304 707	310 540	323 413	323 413
Prov. et pdts compt. d'avance	254 092	219 950	226 608	226 608
TOTAL DLMT	558 799	530 490	550 021	550 021
Dettes cours terme DCT				
Fournisseur et comptes rattachés	373 010	240 926	275 099	275 099
Impôts	53 400	1 753	37 793	37 793
Autres dettes	153 107	114 620	126 576	126 576
TOTAL DCT	581 517	357 299	421 468	421 468
TOTAL GENERAL PASSIF	8 136 845	7 884 585	8 047 431	8 047 431

Source : élaboré par nous-mêmes à partir des bilans comptables des exercices 2015 à 2017

1.1.4. Elaboration des bilans financiers en grandes masses partie « passif » pour les années 2015, 2016, 2017

Tableau N°11 : Bilans financiers en grandes masses partie « passif »des exercices 2015, 2016, 2017

U : KDA

Eléments	PASSIF					
	2015	%	2016	%	2017	%
FP	6 996 529	85,99	6 996 796	88,74	7 075 942	87,92
DLMT	558 799	06,86	530 490	06,73	550 021	6,83
DCT	581 517	07,15	357 299	04,53	421 468	5,23
TOTAL PASSIF	8 136 845	100	7 884 585	100	8 047 431	100

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

D'après le tableau ci-dessus, il semble que :

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

➤ Les FP

Pour l'ensemble des années d'étude, l'entreprise (EI) est en situation de surcapitalisation (FP>50%).Ce qui signifie qu'elle est indépendante financièrement.

➤ Les DLMT⁹ et DCT¹⁰

Pour les années 2016 et 2017, les DLMT excèdent les DCT ce qui signifie que l'entreprise supporte plus de charges financières. (Ces charges sont liées au crédit bancaire octroyé à l'entreprise pour financer son plan de développement à partir de 2012).

1.2. Les indicateurs de l'équilibre financier de l'entreprise (EI)

Après avoir élaboré le bilan financier détaillé et en grandes masses, nous procédons au calcul des indicateurs financiers de l'entreprise EI comme suit

Tableau N°12 : Les indicateurs de l'équilibre financier de l'entreprise (EI) de 2015 à 2017

U: KDA

Indicateurs	2015	2016	2017
Ressource stables :			
FP	6 996 529	6 996 796	7 075 942
Passif non courant	558 799	530 490	550 021
-Actif stables	(3 005 710)	(4 006 070)	(3 338 977)
Fonds de Roulement Net Global(FRNG)¹¹	4 649 618	3 521 216	4 286 986
Actif circulant			
Stock et encours	1 995 237	2 718 023	2 832 774
Créances et emplois assimilés	1476 194	967 207	1 246 768
-Passif courant	(581 517)	(357 299)	(421 468)
Besoin en Fonds de Roulement (BRF)¹²	2 889 914	3 327 931	3 658 074
FRNG	4 549 618	3 521 216	4 286 986
- BFR	2 889 914	(3 327 931)	(3 658 074)
Trésorerie nette (TN)¹³	1 659 704	193 285	628 912

Source : Elaboré par nous-mêmes à partir des documents interne.

⁹Les DLMT sont les dettes exigibles à plus d'un an (Les dettes d'investissement).

¹⁰Les DCT sont les dettes exigibles à moins d'un an : Dettes d'exploitations, les avances bancaires...).

¹¹Le FR représente l'excédent des capitaux permanents sur les emplois stables (si le FR est positif), et qui peut être affectée au financement des actifs circulants.

¹²Le BFR est le manque de liquidité pour financer l'activité de l'entreprise, il provient des décalages dans le temps du cycle d'exploitation et du cycle de financement de l'entreprise

¹³On appelle trésorerie la différence entre le montant de l'encaisse (valeurs mobilières de placement, banque, caisse) et celui des concours bancaires courants et soldes créditeurs de banque. Mais la trésorerie résulte également de la différence entre le fond de roulement et le besoin en fonds de roulement.

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

D'après le tableau N°12, nous constatons que l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIES présente :

- Un FR positif ($FR > 0$) sur la période d'étude (2015 à 2017). Cela signifie qu'elle a financé la totalité de ces investissements avec ses ressources stables et dégage un excédent de ressources durables qui représente une marge de sécurité qui sera utilisée pour financer une partie du besoin de financement du cycle d'exploitation, ce qui constitue un bon indicateur qui traduit une bonne structure financière pour les années 2015, 2016 et 2017.
- Un BFR positif ($BFR > 0$) sur les trois années (2015, 2016, 2017) qui provient des décalages dans le temps du cycle d'exploitation et du cycle de financement de l'entreprise (le moment où elle règle ses fournisseurs ne correspond pas au moment où ses clients la payent).
- Une TN positive ($TN > 0$) sur toute la durée d'étude cela signifie que l'entreprise dispose de ressources stables suffisantes pour financer ses emplois stables et son BFR et dégage un excédent de trésorerie.

1.3. Analyse des ratios de structure financière

1.3.1. Ratio d'autonomie financière

L'autonomie financière, c'est être en mesure de répondre à ses propres besoins. Il ne s'agit pas seulement d'avoir les ressources financières pour y arriver, mais aussi posséder les connaissances adéquates sur la gestion des finances et des avoirs communs.

$$\text{Autonomie financière} = \text{Capitaux propres} / \text{Total des dettes}$$

Tableau N°13 : Ratio d'autonomie financière

Années	2015	2016	2017
Autonomie financière	6,13	7,88	7,28

Source : fait par nous-mêmes à partir des données comptables de l'entreprise EI

D'après les résultats obtenus nous constatons que l'entreprise EI est autonome vu qu'elle arrive à couvrir ses dettes avec ses propres ressources durant les trois (03) années (2015 à 2017) puisque le ratio est supérieur à 1.

1.3.2. Ratio de solvabilité

La solvabilité est la mesure de la capacité d'une personne physique ou morale à payer ses dettes sur le court, moyen et long terme, elle permet d'apprécier la capacité à faire face à ses engagements.

$$\text{Solvabilité} = \text{Total actif} / \text{Total dettes}$$

Tableau N°14 : Ratio de solvabilité

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

Années	2015	2016	2017
Solvabilité	7,13	8,88	8,28

Source : fait par nous-mêmes à partir des données comptables de l'entreprise EI

À travers ce ratio, nous constatons clairement que l'actif de l'entreprise couvre largement tous ses engagements externes, Ce qui nous permet de conclure que l'entreprise est solvable.

1.3.3. Ratio d'endettement

Endettement = Total des dettes/ Total passif

Tableau N° 15 : ratio d'endettement

Années	2015	2016	2017
Endettement	14%	11%	12%

Source : fait par nous-mêmes à partir des données comptables de l'entreprise EI

Le ratio obtenu est inférieure à 50% pour les trois années d'étude donc l'entreprise ne compte pas sur l'endettement pour se financer.

2. Etude de la rentabilité et d'effet de levier financier d'ELECTRO-INDUSTRIES durant la période (2015-2017)

La rentabilité se définit comme étant l'aptitude d'une entreprise à générer un résultat. Autrement dit, elle est considérée comme l'une des références fondamentales qui orientent les décisions et les comportements des entreprises. La rentabilité s'exprime par le rapport entre un revenu obtenu ou prévu et les ressources employées pour l'obtenir. La notion de rentabilité est fondamentale, elle peut s'appréhender en rentabilité économique qui mesure la performance économique (industrielle et/ou commerciale) de l'entreprise et en rentabilité financière qui privilégie la performance globale de l'entreprise.¹⁴

2.1. Présentation des tableaux des soldes intermédiaires de gestion

Le tableau des soldes intermédiaires de gestion (SIG) est établi sur la base des produits et des charges du compte de résultat. Comprendre l'origine de la rentabilité consiste en l'interprétation des différents soldes intermédiaires de gestion sous forme de ratios.

Nous allons présenter dans ce premier point, les comptes de résultats (des exercices 2015, 2016, 2017) d'ELECTRO-INDUSTRIES ainsi que l'évolution des soldes intermédiaires de gestion qui les composent.

Tableau N°16: Comptes des résultats d'ELECTRO-INDUSTRIES (2015, 2016, 2017)

U : KDA

Eléments/ Années	2015	2016	2017
Ventes et produits annexes(1)	3 990 608	1 847 492	1 998 845

¹⁴ CABANE. P, « L'essentiel de la finance à l'usage des managers », édition : EYROLLES, Paris, 2005, page 199

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

Variation stocks PF et encours (2)	-1 145 539	847 864	287835
Productions immobilisées (3)	0	1 655	1 655
Subvention d'exploitation (4)	420	0	0
Production de l'exercice (5)=1+2+3+4	2 845 489	2 697 011	2 288335
Achats consommées (6)	1 683 118	1 687 793	1 287 943
Services extérieurs (7)	60 632	49 552	43 083
Consommations de l'exercice(8)=6+7	1 743 750	1 737 345	1331026
Valeur ajoutée (9) = 5 - 8	1 101 739	959 666	957309
Charges de personnel (10)	626 550	676 235	632 651
Impôts et taxes assimilés (11)	52 811	19 943	21924
Excédent brut d'exploitation(12)=9-10-11	422 378	263 488	302734
Autres produits opérationnels (13)	12 827	9 566	10052
Autres charges opérationnelles (14)	3 215	4 774	2864
Dotation/ Amortissement et provisions (15)	183 904	181 485	172460
Reprise sur perte de valeur et provision (16)	108 615	6 198	10261
Résultat opérationnel (d'exploitation) (17)=12+13-14-15+16	356 701	92 993	147723
Produits financiers (18)	49 163	82 229	87422
charges financières (19)	24 975	2 858	30703
Résultat financier (20)=18-19	24 188	79 371	56719
Résultat avant impôt (21)=17+20	380 889	172 364	204442
Impôts exigibles sur résultat (IBS) (22)	66 625	11 508	26501
Impôts différés sur résultat ordinaire (23)	19 525	13 069	2435
Résultat net de l'exercice (24)=21-22-23	294 739	147 787	180376

Source : élaboré par nous-mêmes à la base des documents interne de l'entreprise.

Tableau N°17:Evolution des indicateurs des comptes de résultats

Eléments/ Années	2015	2016	%	2017	%
Ventes et produits annexes	3 990 608	1 847 492	-	1 998 845	-
Variation stocks PF et encours	-1 145 539	847 864	-	287835	-
Productions immobilisées	0	1 655	-	1 655	-
Subvention d'exploitation	420	0	-	0	-
Production de l'exercice	2 845 489	2 697 011	-5,22%	2 288335	-15,16%
Achats consommées	1 683 118	1 687 793	-	1 287 943	-
Services extérieurs	60 632	49 552	-	43 083	-
Consommations de l'exercice	1 743 750	1 737 345	-0,37%	1331026	23,39%
Valeur ajoutée	1 101 739	959 666	-12,90%	957309	-0,24%
Charges de personnel	626 550	676 235	-	632 651	-
Impôts et taxes assimilés	52 811	19 943	-	21924	-
Excédant Brut Exploitation (EBE)	422 378	263 488	-37,62%	302 734	14,89%
Autres produits opérationnels	12 827	9 566	-	10052	-
Autres charges opérationnelles	3 215	4 774	-	2864	-
Dotation/ Amortissement et provisions	183 904	181 485	-	172460	-
Reprise sur perte de valeur et provision	108 615	6 198	-	10261	-

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

Résultat opérationnel (d'exploitation)	356 701	92 993	-73,93%	147723	58,85%
Produits financiers	49 163	82 229		87422	-
charges financières	24 975	2 858		30703	-
Résultat financier	24 188	79 371	228,14%	56719	-28,53%
Résultat avant impôt	266 285	172 364	-54,75%	204442	18,61%
Impôts exigibles sur résultat (IBS)	66 625	11 508	-	26501	-
Impôts différés sur résultat ordinaire	19 525	13 069	-	2435	-
Résultat net de l'exercice	294 739	147 787	-49,86%	180376	22,05%

Source : Elaboré par nous-mêmes à partir du tableau N°16

A partir de ce tableau nous constatons que les soldes intermédiaires de gestion de l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIE ont connu les variations suivantes :

- **La production** a connu une diminution en 2016 et 2017 d'une proportion respectivement de (5,22%) et (15,16%), cela est dû à la diminution des ventes (recule des ventes de transformateurs induit par la défection du principal client « SONALGAZ » qui n'a pas renouvelé ses contrats depuis avril 2016,).
- **La valeur ajoutée VA** est le solde majeur du SIG. Il indique le volume de la richesse créée par l'entreprise.
Nous constatons que l'entreprise (EI) a réalisé une valeur ajoutée positive durant les trois (03) années d'étude (2015 à 2017) mais elle est en diminution .La baisse de la valeur ajoutée s'explique par le recul des ventes induit par la défection du principal client « SONALGAZ » qui n'a pas renouvelé ses contrats depuis avril 2016).
- **Excédent brut d'exploitation EBE :** L'entreprise (EI) a dégagé un EBE durant les trois (03) années (2015 à 2017) ; cela signifie que la valeur ajoutée est suffisante pour couvrir les charges du personnel, et le paiement des impôts et taxes, mais ce dernier a diminué en 2016, cela s'explique principalement par la baisse de la valeur ajoutée et l'augmentation de charges du personnel (prime d'encouragement au titre de l'exercice 2015 allouée à l'ensemble des travailleurs de l'entreprise en 2016).
- en 2017, il a augmenté de (14,89%), suite à la baisse de la masse salariale (départ en retraite).
- **Résultat opérationnel** représente la contribution de l'exploitation à l'enrichissement ou l'appauvrissement du patrimoine de l'entreprise. L'activité de l'entreprise s'est soldée par un résultat opérationnel positif pour les trois années mais ce dernier a diminué en 2016 d'une proportion de (-73,93%)en raison de l'annulation en 2015 d'une provision pour stock comptabilisé par mesure de prudence; puis en 2017 il a connu une forte augmentation de (+58,85%) due principalement à une forte reprise sur perte de valeur et provision.
- **Résultat financier** a connu une très forte augmentation en 2016 soit une proportion de (228,14%) qui s'explique par une diminution sensible et remarquable des charges financières, par contre en 2017 ce dernier a connu une diminution de (-28,53%)cela

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

s'explique par une forte augmentation de charges financières engendrés par la restitution par anticipation d'un dépôt à terme pour un montant de 30 703 KDA .

- **Résultat avant impôt** suit la même tendance que le résultat opérationnel. Ainsi on remarque une diminution de (-54,75) en 2016 puis une augmentation de (18,61%) en 2017.
- **Résultat net de l'exercice** de l'entreprise (EI) est positif durant les trois (03) années d'étude (2015, 2016,2017), ainsi l'exercice 2015 a généré un résultat de 294 739KDA qui a diminué à 147 787KDA (d'une proportion de -49,86%) en raison de la reprise de certaines provisions pour un montant de 109 000KDA en 2015. Ce résultat a augmenté en 2017à 180 376KDA (d'une proportion de 22,05%) représentant ainsi un taux de rentabilité de 9% du chiffre d'affaires.

2.2. L'analyse de la capacité d'autofinancement (CAF) de l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIE

2.2.1. Calcul de la CAF par la méthode soustractive

Tableau N° 18 : calcul de la CAF par la méthode soustractive

U : KDA

Eléments	2015	2016	2017
EBE	422 378	263 488	302 734
Autres produits opérationnels	12 827	9 566	10 052
-Autres charges opérationnels	-3 215	-4 774	-2 864
Produits financier	49 163	82 229	87 422
-Charges financière	-24 975	-2 858	-30 703
-IBS	-66 625	-11 508	-26 501
-Impôts différés sur résultat ordinaire	-19 525	-13 069	-2 435
CAF	370 028	323 074	337 705

Source : Réalisé à partir des données comptables de l'entreprise EI

2.2.2. Calcul de la CAF par la méthode additive

Tableau N°19 : Calcul de la CAF par la méthode additive

U : KDA

Eléments	2015	2016	2017
Résultat net	294 739	147 787	180 376
Dotations aux amortissements	183 904	181 485	172 460
-Reprise sur perte de valeur	-108 615	-6 198	-10 261
CAF	370 028	323 074	337 705

Source : Réalisé à partir des données comptables de l'entreprise EI

La capacité d'autofinancement représente pour l'entreprise l'excédent des ressources internes ou le surplus monétaires potentiel dégagé par l'ensemble de son activité et qu'elle peut l'orienter vers son autofinancement.

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

L'entreprise EI est largement en mesure de s'autofinancer avec une CAF de 370028 KDA en 2015, 323 074KDA en 2016, 337 705KDA en 2017.

2.3. Analyse des ratios de rentabilité et l'effet de levier financier de l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIES de 2015 à 2016

Pour pouvoir étudier l'effet de levier financier de l'entreprise (EI), il y a lieu de passer par l'étude de ses rentabilités : financière, économique et son bras de levier.

2.3.1. Le ratio de rentabilité économique

Ce ratio mesure la performance économique de l'entreprise dans l'utilisation de l'ensemble de son capital employé. Le revenu généré est mesuré par l'indicateur financier que constitue le résultat d'exploitation (R.E) sur le total actif.

$$\mathbf{R\ eco = R.E / Total Actif}$$

Tableau N°20 : Evolution de la rentabilité économique de l'entreprise (EI) pour la période 2015à2016

Eléments /années	2015	2016	2017
Résultat d'exploitation	356 701	92 993	147 723
Total actif	8 136 845	8 047 431	7 884 585
Rentabilité économique en valeur	0,0438	0,0116	0,0187
Taux de rentabilité économique en pourcentage(%)	4,38%	1,16%	1,87%

Source : Réalisé à partir des données comptables de l'entreprise (EI)

À partir du tableau, nous constatons que l'entreprise (EI) a enregistré une rentabilité positive sur l'ensemble des exercices,

La rentabilité la plus importante s'observe en 2015 (4,38%),et la moins importante en 2016 (1,16%).Ce recul s'explique par la baisse des ventes qui sont à leurs tours influencées par des variables macroéconomiques(l'absence de contrat avec le principal client de l'entreprise « CAMG »).

En 2017, la rentabilité a augmenté de 0,71% suit a une reprise des ventes enregistrés dès le début 2ème semestre 2017 induite par l'arrêt des importations des transformateurs décidés par les pouvoirs publics et aussi par le redressement de la politique de prix de vente des transformateurs.

2.3.2. Taux de rentabilité financière de l'entreprise (EI)

Cette rentabilité exprime à quel point les dettes financières peuvent améliorer la profitabilité des actionnaires ainsi que la rentabilité de l'entreprise dans un sens global.

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

2.3.2.1. Le bras du levier financier

Le levier financier permet de déterminer le poids de l'endettement financier sur l'entreprise. Il se détermine par la formule suivante :

Dettes financières / fonds propres

Tableau N°21 : Bras de levier financier

U :KDA

Eléments/ année	2015	2016	2017
Dettes financières	304 707	310 540	323 413
Fonds propres	6 996 529	6 996 796	7 075 942
Bras de levier	0,043	0,044	0,046

Source : Réalisé par nous-mêmes à partir des données comptables de l'entreprise.

À partir du tableau ci-dessus, nous constatons que le bras du levier financier de l'Electro-industries n'est pas très important pour l'ensemble des exercices, 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 2017, en contractant une dette à hauteur de 4,6%.

2.3.2.2. Le calcul du taux de rentabilité financière par l'effet de levier

$$R_{fin} = [R_{éco} + (R_{éco} - i) DF/FP] (1-t).$$

Tableau N°22 : Evolution de la rentabilité financière de l'entreprise

Eléments /années	2015	2016	2017
Taux $R_{éco}(1)$	4,38%	1,16%	1,87%
$(R_{éco}-i)$ dont $i=4\%$	0,38%	-2,84%	-2,13%
D/FP	0,043	0,044	0,046
Effet de levier $(R_{éco}-i) \times D/FP$	0.02% = 0,0002	-0,12%= -0,0012	-0,1%= -0,001
R_{fin}avant impôt	4,40%	1,04%	1,77%
(1-IBS)	0,81	0,81	0,81
Taux R_{fin}après impôt	3,6%	0,84%	1,43%

Source : Réalisé par nous-mêmes à partir des données comptables de l'entreprise.

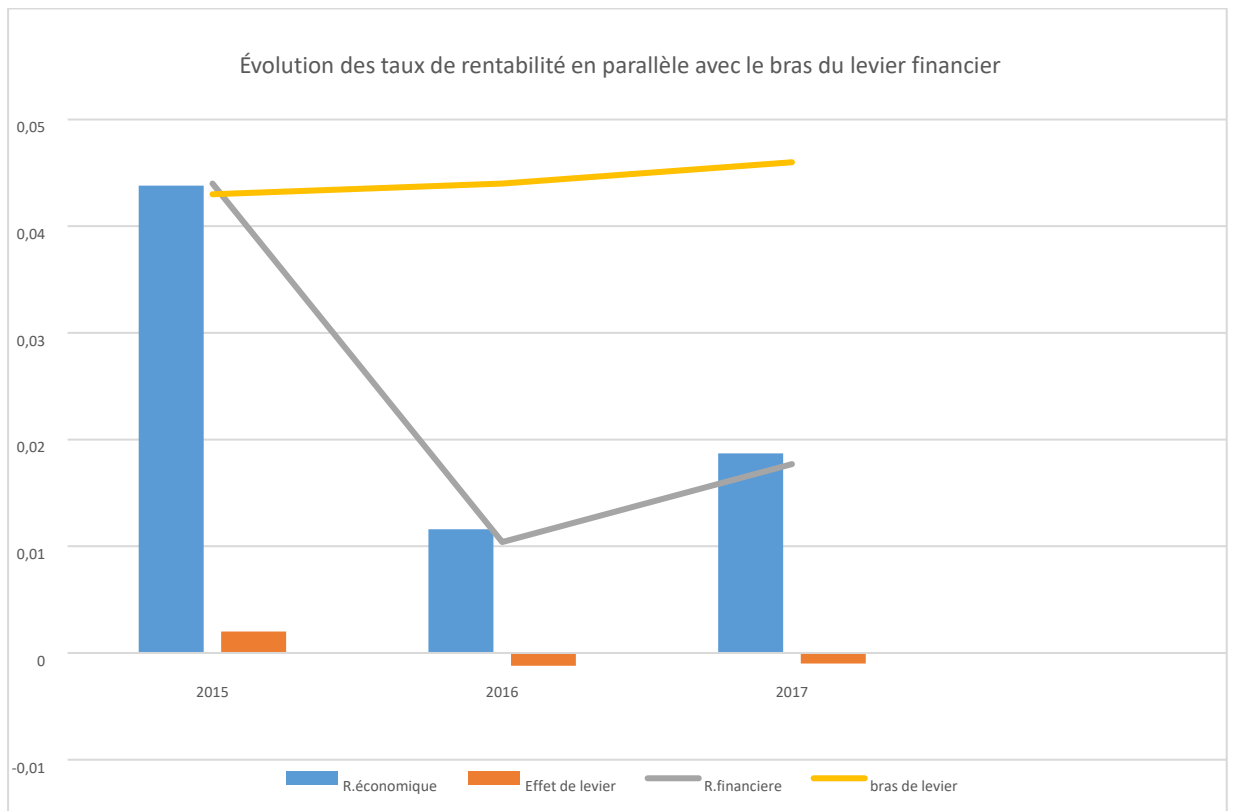
Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

À partir du tableau de calcul de la rentabilité financière, nous constatons que la rentabilité de l'entreprise (EI) est positive sur l'ensemble des années, en enregistrant la rentabilité la plus élevée en 2015 soit 3,6%.

Nous remarquons qu'en 2015 la rentabilité économique de l'entreprise (EI) soit de 4,381% est supérieur au coût de la dette de 4%, ce qui procure à l'entreprise un effet de levier positif de 0,0002. Cela signifie que l'endettement améliore la rentabilité de l'entreprise.

Pour les deux (02) années 2016,2017, l'entreprise a enregistré une rentabilité économique respectivement de 1,16% 1,87%, deux valeurs qui sont inférieures au coût de la dette (4%), la raison pour laquelle elle enregistre un effet massue et une rentabilité financière moindre que celle de 2015. Cela signifie que l'endettement n'a pas amélioré la rentabilité et c'est dû au recul de l'activité de l'entreprise suite aux facteurs macroéconomiques.

Graphique N°4 : Evolution des taux de rentabilité



Source : réalisé par nous-mêmes à partir des tableaux N°20, 21, 22

En analysant le graphique, nous constatons que :

-Le taux d'endettement n'est pas vraiment important tout au long des exercices étudiés, en enregistrant 0,046 pour le plus fort bras du levier.

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

-En 2015, nous avons enregistré un bras du levier à hauteur (0,043) accompagné d'un écart positif entre la rentabilité économique et le coût de la dette de à 0,38%, et un effet de levier positif de 0,0002% ; ce qui fait que tant que l'entreprise s'endette tant qu'elle est rentable.

-En 2016, nous avons enregistré un bras du levier à hauteur de 0,044 et un effet de levier négatif « effet de massue », ce qui fait que plus l'entreprise s'endette moins elle est rentable.

-En 2017, nous avons enregistré le plus important bras du levier de 0,046 et un effet de levier négatif « effet de massue », ce qui fait que plus l'entreprise s'endette moins elle est rentable.

3. Etude de l'effet de levier opérationnel au sein de (EI)

Effet de levier opérationnel est un ratio qui mesure la sensibilité des bénéfices de l'entreprise à la variation du volume de ses ventes.

$$\text{effet de levier operationnel} = \frac{\text{vartiation du résultat d'exploitation}}{\text{variation du chiffre d'affaires}}$$

3.1. Le résultat d'exploitation de l'entreprise(EI)

Le résultat opérationnel représente la contribution de l'exploitation à l'enrichissement ou l'appauvrissement de l'entreprise.

Tableau N°23 : Résultat opérationnel de (EI) pour la période 2015à2017 :

U : KDA

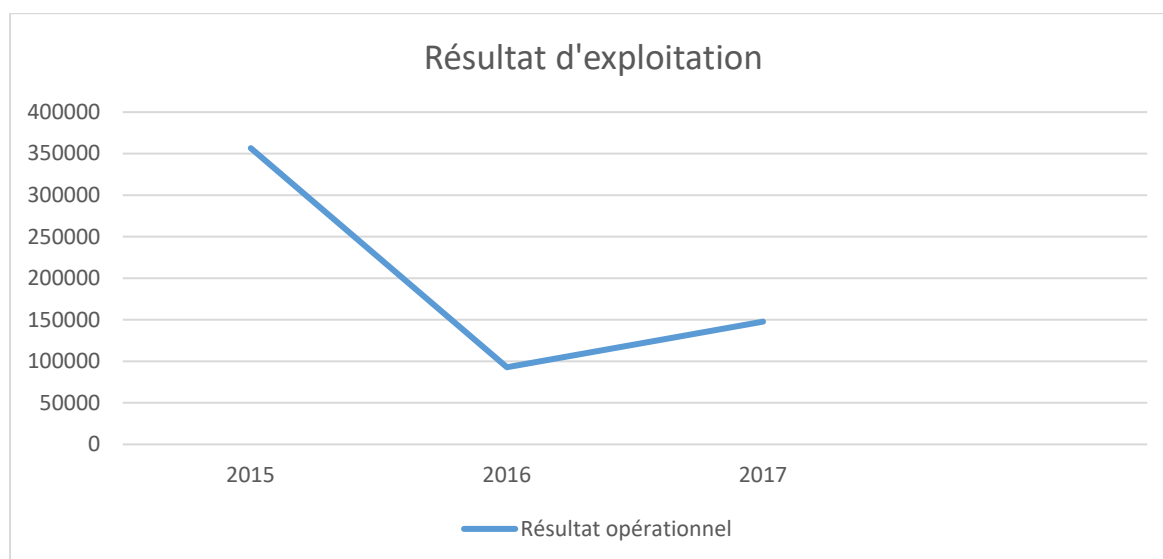
Eléments /années	2014	2015	2016	2017
Résultat opérationnel	209 522	356 701	92 993	147 723
Variation du résultat opérationnel	-	147 179	-263 708	54 730
Variation du résultat opérationnel en (%)	-	70,25%	-73,93%	58,85%

Source : élaboré par nous-même à partir du document internes à l'entreprise (EI)

L'entreprise (EI) a réalisé un résultat positif durant les trois(03) années d'étude, ce dernier diminué en 2016 d'une valeur de 263 708 KDA soit de -73,93% suite à la faiblesse de la valeur ajoutée et de l'EBE, cela est dû à une importante diminution des ventes ; puis il a augmenté en 2017 de 54 730 KDA.

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

Graphique N°05 : Evolution du résultat opérationnel de l'entreprise(EI) durant la période 2015à2017



Source : réalisé par nous-mêmes à partir du tableau N°23

3.2. Chiffre d'affaires de l'entreprise (EI)

Il représente la somme des ventes de biens ou de services de l'entreprise pour un exercice comptable.

Tableau N°24 : Chiffre d'affaires de l'entreprise(EI)

U : KDA

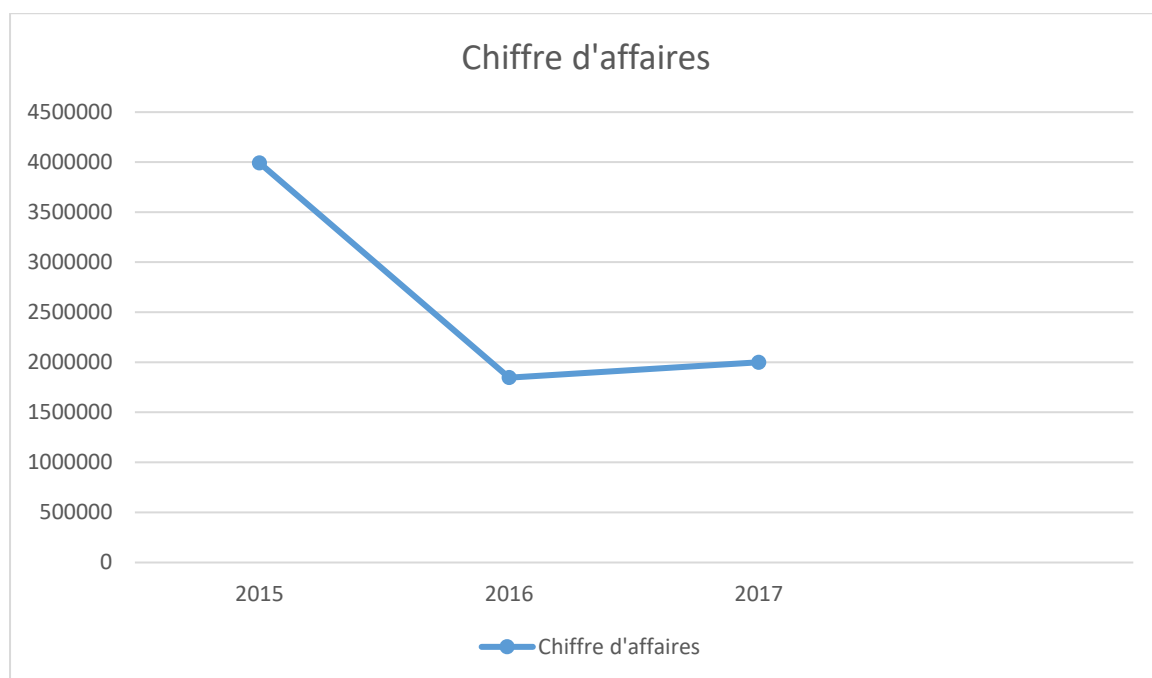
Chiffre d'affaires /années	2014	2015	2016	2017
Moteurs	-	308 182	275 970	259 704
Transformateurs	-	3 673 653	1 559 134	1 728 824
Prestations fournies	-	8774	123 88	10 317
Chiffre d'affaires total	1 695 824	3 990 608	1 847 492	1 998 845
Variation du chiffre d'affaires en valeur	-	2 294 784	-2 143 116	151 353
Variation du chiffre d'affaires (en %)	-	135,31%	-53,70%	8,19%

Source : élaboré par nous-même à partir du document internes à l'entreprise (EI)

Le tableau ci-dessus nous renseigne sur le chiffre d'affaires par produit et total réalisé par ELECTRO-INDUSTRIES au cours des trois années d'étude. On remarque que la plus grande part de ce dernier est attribuée au secteur transformateur.

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

Graphique N° 06 : Evolution du chiffre d'affaires de l'entreprise(EI) durant la période 2015à2017



Source : réalisé par nous-mêmes à partir du tableau N°24

Cette courbe permet une observation de l'évolution du chiffre d'affaires d'ELECTRO-INDUSTRIES durant la période d'étude (de 2015 à 2017). Ainsi, elle montre clairement que ce dernier a diminué en 2016 de **3 990 608 KDA** à **1 847 492 KDA**, puis il a augmenté en 2017 d'une valeur de **151 353KDA** pour atteindre **1 998 845 KDA**.

3.3. Effet de levier opérationnel de l'entreprise (EI)

Tableau N°25 : Effet de levier opérationnel de l'entreprise (EI)

Eléments /années	2015	2016	2017
Variation en(%) du résultat d'exploitation (1)	70,25%	-73,93%	58,85%
Variation en (%) du chiffre d'affaires (2)	135,31%	-53,70%	8,19%
L'effet de levier opérationnel (1/2)	0,5	1,4	7,2

Source : élaboré par nous-même à partir des documents internes à l'entreprise (EI)

En observant le tableau ci-dessus, nous pouvons tirer les conclusions suivantes :

- En 2015, le levier opérationnel de l'entreprise (EI) est de 0,5 ce qui signifie qu'une augmentation de 1% dans son chiffre d'affaires entraîne une augmentation de 0,5% de son résultat.

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

- En 2016, le levier opérationnel est 1,4 son résultat baisse de 1,4 fois que son chiffre d'affaires (une variation négative du chiffre d'affaires a conduit à une variation négative du résultat opérationnel).
- En 2017, le levier opérationnel de l'entreprise (EI) est égal à 7,2. Cela signifie que son résultat évolue 7,2 fois plus vite que ses ventes.

3.4. La structure des coûts au sein de (EI)

Le levier opérationnel est généralement proportionnel au poids des coûts fixes d'une entreprise, c'est dans ce but qu'on élaborera ci-dessous la structure des coûts de l'entreprise EI.

Tableau N°26 : Structure des coûts de l'entreprise(EI) de 2015 à 2017

U: KDA

Eléments	2015	2016	2017
Charges variables (CV)	1 739 144	1 712 510	1 312 731
Charges fixes(CF)	871 086	907 272	848 194
Total charges	2 610 230	2619 782	2160 925
Proportion des charges variables dans coût total charges	66%	65%	60%
Proportion (%) des charges fixes dans coût total charges	33%	35%	40%

Source : fait par nous-mêmes à partir des documents internes à l'entreprise (EI)

En analysant les tableaux N°20, 23, 25 et 26, nous avons abouti aux conclusions suivantes :

-Plus le pourcentage des coûts fixes par rapport aux coûts totaux est élevé, plus le levier opérationnel sera élevé (cas observé en 2017 une proportion de 40% des CF dans le coût total des charges, nous a donné un levier opérationnel de 7,2) ;

-Plus le pourcentage des coûts fixes par rapport aux coûts totaux est faible, plus le levier opérationnel sera faible. (Cas observé en 2015 une proportion de 33% des CF dans le coût total des charges, nous a donné un levier opérationnel de 0,5)

-En 2015, l'entreprise EI avec un levier opérationnel de (0,5) et une proportion de 33% de charges fixes a réalisé le résultat opérationnel le plus élevé soit de (365 701 KDA) et le taux de rentabilité économique le plus élevée soit de 4,38%.

Conclusion

Dans ce chapitre nous avons présenté, les résultats de notre travail à travers le traitement et l'analyse des états financiers des années 2015, 2016 et 2017 de l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIES. Les travaux menés sur ces derniers par le biais de certains indicateurs choisis, nous ont permis d'établir les constats suivants

L'existence d'un effet de levier financier positif en 2015 signifie que la rentabilité économique générée par l'ELECTRO-INDUSTRIES est supérieure au coût de la dette (i) qu'elle supportait, (Réco > i), et que l'effet de levier a été favorable, générant une rentabilité

Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques

financière positive. Donc, la structure financière d'ELECTRO-INDUSTRIES a exercé une influence positive sur sa rentabilité financière ce qui va améliorer sa valeur.

L'existence d'un effet de levier financier négatif en 2016 et 2017, signifie que la rentabilité économique générée par l'ELECTRO-INDUSTRIES est inférieure au coût de la dette (i) qu'elle supportait, ($R_{eco} < i$), et que l'effet de levier a été défavorable, générant une rentabilité financière moindre à celle de 2015. Donc, le recours d'ELECTRO-INDUSTRIES à l'endettement a exercé une influence négative sur sa rentabilité financière, ce qui va nuire à sa valeur.

L'effet de levier opérationnel joue à la faveur de la rentabilité de l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIES lorsque la part des coûts fixes dans la structure de ses coûts totaux est faible. Plus cette part augmente, plus l'effet de levier augmente, plus la rentabilité baisse car l'entreprise se trouve en difficulté d'accroître ses ventes pour pouvoir couvrir ces coûts fixes.

Conclusion générale

Conclusion générale

L'objectif de notre travail de recherche était de comprendre et d'analyser l'impact de l'effet de levier financier et opérationnel d'une entreprise sur sa rentabilité et sa valeur. Pour atteindre cet objectif, nous avons présenté, dans un premier temps, un bref survol des fondements théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise. En effet, la théorie classique affirme que la maximisation de la valeur d'une firme résulte d'un meilleur choix entre fonds propres et dettes. Néanmoins, Modigliani et Miller (1958) montre que la valeur d'une firme est indépendante de sa structure financière, toutefois, en prenant en compte l'imposition des entreprises, ces deux derniers affirment (1963) que la valeur d'une firme endettée est égale à la valeur d'une firme identique mais non endettée augmentée de la valeur des économies d'impôts liée à la déductibilité des charges d'intérêts. La théorie de compromis, quand-à-elle, affirme que la valeur maximale d'une firme résulte d'un arbitrage entre les économies d'impôts liées à la déductibilité des charges d'intérêts et les coûts d'une éventuelle faillite. En outre, la théorie d'agence précise que la structure financière est le moyen de résoudre les conflits d'intérêts qui surgissent entre les différents partenaires financiers d'une entité ainsi la combinaison optimale de dettes et fonds propres résulte d'un arbitrage entre les coûts d'agences actionnaires-dirigeants et les coûts d'agences actionnaires-crédanciers. Ainsi, la théorie de signal stipule que la dette est le meilleur moyen pour signaler les performances de l'entreprise aux investisseurs externes. Il en découle une corrélation positive entre la firme et son niveau d'endettement. Enfin, la théorie des préférences hiérarchisées de financement affirme que l'autofinancement est le mode de financement préféré par les entreprises car il est moins coûteux.

Dans un deuxième temps, nous avons présenté les fondements notionnels des deux effets de levier en mettant l'accent sur leurs rôles, importance et risques. L'étude de l'effet de levier financier permet de constater l'évolution de la rentabilité des capitaux propres qu'entraîne une augmentation de l'endettement et l'étude de l'effet de levier opérationnel permet de rapporter l'accroissement du résultat opérationnel à celui du chiffre d'affaires.

Dans un troisième temps, nous avons réalisé une étude empirique sur la structure financière et la rentabilité, dans l'objectif de répondre à notre problématique et de vérifier nos hypothèses, où nous avons choisie l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIES comme lieu d'étude. 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, à l'analyse de sa capacité d'autofinancement et de l'effet de levier (pour les trois années 2015, 2016 et 2017).

Conclusion générale

De Cette étude, nous avons abouti à la conclusion que la structure financière de cette entreprise est solide et satisfaisante, ce qui lui permet de garder un équilibre financier (FR et TN positifs) pour les trois années (2015, 2016 et 2017). Cette dernière jouie d'une autonomie financière (plus de 50% du total passif appartient à l'entreprise).

Par ailleurs, nous constatons qu'ELECTO-INDUSTRIES présente une bonne rentabilité économique et financière (mais qui sont en diminution). Elle possède une capacité d'autofinancement satisfaisante qui lui permet de s'autofinancer durant toute la période d'étude. En outre, le calcul et l'analyse de l'effet de levier financier nous ont montré que même si l'entreprise EI fait appel à l'endettement mais elle ne compte pas sur lui pour créer de la valeur. Ce dernier a impacté positivement sa valeur en lui procurant une bonne rentabilité des fonds propres en 2015. Par contre, pour les deux (02) autre années (2016 et 2017), l'effet de levier a impacté négativement la rentabilité financière car la rentabilité économique dégagée par son activité est inférieure au coût de la dette supporté. Ces résultats nous ont permis de confirmer notre première hypothèse «L'effet de levier financier peut impacter positivement et négativement la valeur de l'entreprise».

Quant à l'effet de levier opérationnel, son analyse et son calcul nous ont montré que ce dernier a joué à la faveur de la rentabilité économique de l'entreprise EI en 2015, lorsqu'elle a réalisé des ventes importantes grâce au contrat avec son client principal « SONALGAZ », suivie d'une part très faible des coûts fixes. Contrairement à l'année 2016, les ventes d'EI ont connu une chute due au départ de son client principal, ajoutant à cela l'évolution de ses coûts fixes, ce qui a conduit à une baisse remarquable de son résultat opérationnel cette entreprise se trouve donc avec une rentabilité moindre. Ces résultats nous ont permis de confirmer notre deuxième hypothèse « L'effet de levier opérationnel peut impacter positivement et négativement la valeur de l'entreprise ».

Enfin, l'ensemble de cette analyse et l'interview libre effectuée avec le contrôleur de gestion de l'entreprise EI nous ont permet de confirmer :

- ✓ Que l'entreprise EI utilise l'effet de levier opérationnel comme un outil de contrôle de gestion qui lui permet de voir l'influence de l'évolution de ses ventes sur son résultat opérationnel et sa rentabilité, et qu'elle utilise l'effet de levier financier comme un outil d'analyse lui permettant de voir l'impact de son recours à l'endettement sur la rentabilité de ses fonds propres.

Conclusion générale

- ✓ Notre troisième hypothèse « la valeur de l'entreprise EI dépend d'autres facteurs autre que les deux leviers financier et opérationnel » tel que : sa capacité de s'autofinancer (plus de 50% du total passif appartient à l'entreprise) et ses investissements.

Bibliographie

Ouvrages et revues :

- Albouy Michel, revue française de gestion« Théorie, application et limites de la mesure de la création de valeur »2006/1(n° 160).
- Archer, Stephen H. et Charles A. D'Ambrosio, « Basic Finance », 1972.
- Barreau.J & Delahaye.J, « Gestion Financière », 12eme édition Dunod, Paris 2003.
- Beatrice et Grandguillot.F, L'essentiel de l'analyse financière, Edition Gualino, 2015.
- Block, Stanley B. et Geoffrey A. Hirt, « Fondations de la gestion financière »,1997 .
- Brigham, Eugene F., Fondamentaux de la gestion financière ,1995.
- Baxter N.D., "Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital", Journal of Finance.
- Charraux. G, «gestion financière, principes, étude de cas solution», 4émé édition, éd Litec, Paris, 1993.
- Charreaux. G, « Finance d'entreprise », 3émé édition, éd EMS, Paris, 2014.
- Chiha. K, « gestion et stratégie financière », 1^{ère} Edition, éd Houma, Alger, 2005.
- Cobbaut. R, « Théorie financière », Edition economica, 1997.
- Corhay.A, Mbangala.M, « fondements de gestion financière », Edition université de liège.
- Damondran .A, « Finance d'Entreprise », éd De Boeck, Bruxelles, 2007.
- De Angelo et Masulis 1980, «Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation», Journal of Financial Economics, vol. 8, mars 1980.
- Delahaye.J et all, «Finance d'entreprise, l'essentiel en fiches», 5éme édition, Ed Dunod, Paris, 2016.
- Donaldson.G, « corporate debt capacity », Boston, division of research,Havard Graduate School of business Administration,1961.
- Ginglinger.E, "Analyse financiere", edition DUNOD, 1991.
- Goffrin .R. « Principe de la finance moderne », Edition economica, 2001.
- Graham.B, Dodd.L., Security analysis, 3e Edition, 1951.
- Grunewald, Adolph E. et Erwin E. Nemmers, « Basic Managerial Finance », 1970.
- Guerrien. B, dictionnaire d'analyse économique, éd. La Découverte, Paris, 1997.
- Guy Numa, « Théorie de l'agence et concessions de chemins de fer français au 19ème siècle », Revue d'économie industrielle, n°125.
- Henri.C d'Arcimoles & Saulquin Jean-Yves « Finance appliquée : Analyse financière »,4éme Edition, collection Educapôle gestion, 2006.

- Horne.F, « Gestion et politique financière », Paris, 1997.
- Hubert de la Bruslerie, « Analyse financière », 4^{ème} Edition Dunod.
- Jeffrey.K, Masson .M « Do taxes affect corporate financial decisions », in Journal of Finance, vol 45, n°5, 1990.
- Jensen.M., & Meckling « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. » Journal of Financial Economics, vol 3.
- Lebas.M, « Glossaire de comptabilité de gestion », Expert-Compta Média, Paris, 1999.
- Ly-baro. F., « Structure financière de l'entreprise », Edition Economica, Paris, 2002.
- Maguy.P, Goupil.CH, « fiche d'analyse financière et diagnostic financier », 2^{ème} Edition, éd ellipses.
- Myers.S. et Majluf, « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have », Journal of Financial Economics, vol 13, 1984.
- Miller .M, « Debt and Taxes », in Journal of Finance, vol 32, n°02, 1977.
- Miller H., Modigliani F., "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", American Economic Review, 1958.
- Myers. S., "The Capital Structure Puzzle", Journal of Finance 39, 1984.
- Quintart.A et Ziswiller.R., « Théorie de la Finance », PUF, 1989
- Ramage. P, « Analyse et diagnostic financier », éd d'organisation, Paris, 2001.
- Raman.JP, "Gestion financière : la diffusion des techniques", Revue Française de Gestion, n° 53-54, septembre 1985.
- Ross.S, « The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach » Bell Journal Of Economics, vol. 8, 1997.
- Rushmore, Stephen, « Les hauts et les bas du levier d'exploitation », Lodging Hospitality, janvier 1997.
- Stiglitz .j, « On the irrelevance of corporate financial policy », American Economic Review, vol LXIV, p.851 à 866, décembre 1974
- Piere.F, « valorisation d'entreprise et théorie financière », Edition organisation,
- Vernimmen.P, « Finance de l'entreprise », éditions Dalloz, Paris, 1992.
- Vernimmen P., Finance d'entreprise, Dalloz 4^e édition, 2000.
- Vernimmen.P, Quiry.P, Le Fur. Y, Finance d'Entreprise, Dalloz, 2015.
- Warner, J. « Bankruptcy, Absolute Priority and the Pricing of Risky Debt Claims », Journal of Financial Economics, 20 Mai 1977.
- Weston, J. Fred et Eugene F. Brigham, Finance de gestion , 1969 .

- Yang. C (2010). Co-determination of capital structure and stock returns – A LISREL approach: An empirical test of Taiwan stock market, *The Quarterly Review of Economics and Finance*

Mémoires et thèses :

- Benafaa, F, « Création, Mesure et Management de Valeur actionnariale : cas du groupe Danone», mémoire master, Université Mouloud Mammeri, 2015.
- Ben Mahmoud.H, « L’impact des innovations financières sur la performance financière des banques tunisiennes : cas des banques cotées en bourse » Institut supérieur de gestion de Gabès - Mastère de recherche en finance, 2012.
- Jahmane Abderrahman « La fidélisation des parties prenantes centrales (Actionnaires et Personnels) et leur impact sur la performance financière de l’entreprise », Thèse de doctorat, Université de Lille 1, 2012.
- Ngalula Kadima.A « Appréciation de la performance financière des entreprises publiques à travers leur structures financières » mémoire master, Université de Kinshasa, 2012.
- Quattara Pecassioh.V « Diagnostic financier et performance d’une entreprise en Côte d’Ivoire » mémoire master, Ecole Supérieure de gestion, Paris, 2007.

Articles :

- Article « les ratios de rentabilité et cours de comptabilité générale » publié sur direns.mines-paristech.fr.
- Haugen, R.A. & Baker, N.L. (1996). Commonality in the determinants of expected stock returns, *Journal of Financial Economics*
- JEAN Baptiste Clément « La performance économique des processus » Conseil en organisation et systèmes d’information, article publié sur www.aldea.fr.
- Philippe Bouvard « L’entreprise et la bourse : Ratios de rentabilité », article publié sur *easyBOURSE (ESPACE PEDAGOGIQUE)*.
- Porter.M, *Competitive Strategy : Techniques for Analysing Industries and Competition*, The Free Press, 1980.

- Roland .D « Performance financière », article publié sur le portail MICROFINANCE LE 20/12/2016.

Autres documents :

- Bulletin COB N° 346, mai 2000, page 1
- Bulletin COB N° 346, mai 2000, page 48

Site web :

- www.SNDL.DZ
- www.études-et-analyses.com. « Théorie financière de signalisation », publié Mai 2007.
- www.vernimmen.net/Lire/Lettre_Vernimmen/Lettre_28.html.

Les annexes

A - EVOLUTION BILANTIELLE
A C T I F

U = KDA

Désignation	Montants Nets et Pourcentages				Variation	
	Exercice 2015	%	Exercice 2014	%	En Valeur	En %
Actif immob	3 005 710	37%	3 442 659	44%	-436 949	-13%
Immobilisati	5 068	0%	5 699	0%	-631	-
Immobilisati	2 091 239	26%	2 210 342	28%	-119 103	-5%
Terrains	3 418	-	3 570	-	-152	-
Ouvrages d'a	0	-	0	-	0	-
Batiments	1 630 609	-	1 747 307	-	-116 698	-7%
Inst.tech.ma	397 238	-	394 355	-	2 883	-
Autres immo.	59 974	-	65 110	-	-5 136	-8%
Immobilisati	2 550	0%	240	0%	2 310	-
Immobilisati	850 000	10%	1 150 000	15%	-300 000	-
Emprunt Obl	0	-	0	-	0	-
D.A.T / BEA	850 000	-	1 150 000	-	-300 000	-
Impots diffé	56 853	1%	76 378	1%	-19 525	-
Actif Couran	5 131 135	63%	4 409 642	56%	721 493	16%
Stocks et en	1 995 237	25%	3 016 177	38%	-1 020 940	-34%
Créances et	1 476 194	18%	668 170	9%	808 024	121%
Clients	1 129 955	-	579 444	-	550 511	-
Autres debit	342 856	-	76 450	-	266 406	-
Impots	3 383	-	12 276	-	-8 893	-
Disponibilités	1 659 704	20%	725 295	9%	934 409	129%
Total Actif	8 136 845	100%	7 852 301	100%	284 544	4%

P A S S I F

U = KDA

Désignation	Montants et Pourcentages				Variation	
	Exercice 2015	%	Exercice 2014	%	En Valeur	En %
Fonds propre	6 996 529	86%	6 803 081	87%	193 448	3%
Capital é	4 753 000	58%	4 753 000	61%	0	-
Primes et	1 948 791	24%	1 829 094	23%	119 697	-
Resultat r	294 738	4%	220 987	3%	73 751	33%
Autres ca	0	0%	0	0%	0	-
Passif non co	558 799	7%	586 205	7%	-27 406	-5%
Emprunts et	304 707	4%	291 349	4%	13 358	5%
Impots (difié	0	0%	0	0%	0	-
Prov. et pdts	254 092	3%	294 856	4%	-40 764	-
Passif couran	581 517	7%	463 015	6%	118 502	26%
Fournis et co	375 010	5%	274 751	3%	100 259	36%
Impots	53 400	1%	22 233	0%	31 167	-
Autres dette	153 107	2%	166 031	2%	-12 924	-
Total Passif	8 136 845	100%	7 852 301	100%	284 544	4%

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS

Désignation	Montant			Variation	
	Réalisations	Objectifs	Réalisations	(3)/(1)	(3)/(2)
	2016 (1)	2017 (2)	2017 (3)		
Ventes et produits annexes (1)	1 847 492	2 995 083	1 998 845	108%	67%
Variation stocks produits fini et encours (2)	847 864	-262 733	287 835	-	-
Production immobilisée(4)	1 655	0	1 655	-	
Subvention d'exploitation(5)	0	0	0	-	
Production de l'exercice (4) = (1) + (2) + (3)	2 697 011	2 732 350	2 288 335	85%	84%
Achats consommés (5)	1 687 793	1 776 028	1 287 943	-	-
Services extérieurs et autres consom (6)	49 552	37 897	43 083	-	-
Consommation de l'exercice (7) =(5) + (6)	1 737 345	1 813 925	1 331 026	77%	73%
Valeur Ajoutée (8) = (4)-(7)	959 666	918 425	957 309	100%	104%
Taux de Valeur Ajoutée (VA / PROD)	36%	34%	42%	118%	-
Valeur Ajoutée (8)	959 666	918 425	957 309	100%	104%
Charges de personnel (9)	676 235	631 462	632 651	-	-
Impôts et taxes assimilés (10)	19 943	30 115	21 924	-	-
EBE (11) =(8)-(9)-(10)	263 488	256 848	302 734	115%	118%
Taux d'EBE = (EBE / PROD)	10%	9%	13%	135%	-
Autres produits operationels (12)	9 566	6 740	10 052	-	-
Autres charges operationelles (13)	4 774	3 075	2 864	-	-
Dotations/ amortissements et prov. (14)	181 485	164 000	172 460	-	-
Reprise sur pertes de valeurs et prov (15)	6 198	0	10 261	-	-
Résultat operationnel. (16)=(11)+(12)-(13)-(14)+(15)	92 993	96 513	147 723	159%	153%
Produits financiers (17)	82 229	103 872	87 422	-	-
Charges financieres (18)	2 858	2 500	30 703	-	-
Résultat financier. (19)=(17) - (18)	79 371	101 372	56 719	71%	56%
Résultat ordinaire avant impots (20) = (16) + (19)	172 364	197 885	204 442	119%	103%
Impôts exigibles sur resultats (IBS) (21)	11 508	37 598	26 501	-	-
Impôts différés sur resultats ordinaires	13 069	0	2 435	-	-
Total des produits des activités ordinaires (22)	2 795 004	2 842 962	2 398 505	-	-
Total des charges des activités ordinaires (23)	2 647 217	2 682 675	2 218 129	-	-
Résultat Net de l'Exercice (24) = (22) - (23)	147 787	160 287	180 376	122%	113%

A - EVOLUTION BILANTIELLE

A C T I F

U = KDA

Désignation	Montants Nets et Pourcentages				Variation	
	Exercice 2017	%	Exercice 2016	%	En Valeur	En %
Actif immob.	3 338 977	41%	4 006 070	51%	-667 093	-17%
Immobilisati	7 420	0%	4 537	0%	2 883	-
Immobilisati	1 830 600	23%	1 956 639	25%	-126 039	-6%
Terrains	3 418	-	3 418	-	0	-
Batiments	1 386 510	-	1 513 138	-	-126 628	-8%
Autres immo.	440 672	-	440 083	-	589	0%
Immobilisati	4 738	0%	1 110	0%	3 628	-
Immobilisati	1 450 000	18%	2 000 000	25%	-550 000	-
Emprunt Obli	1 450 000	-	1 450 000	-	0	-
D.A.T / BEA	0	-	550 000	-	-550 000	-
Impots différ	46 219	1%	43 784	1%	2 435	-
Actif Couran	4 708 454	59%	3 878 515	49%	829 939	21%
Stocks et en	2 832 774	35%	2 718 023	34%	114 751	4%
Créances et	1 246 768	15%	967 207	12%	279 561	29%
Clients	882 428	-	513 872	-	368 556	-
Autres debiti	352 332	-	347 358	-	4 974	-
Impots	12 008	-	105 977	-	-93 969	-
Disponibilités	628 912	8%	193 285	2%	435 627	225%
Total Actif	8 047 431	100%	7 884 585	100%	162 846	2%

P A S S I F

U = KDA

Désignation	Montants et Pourcentages				Variation	
	Exercice 2017	%	Exercice 2016	%	En Valeur	En %
Fonds propre	7 075 942	88%	6 996 796	89%	79 146	1%
Capital ém	4 753 000	59%	4 753 000	60%	0	-
Primes et	2 142 566	27%	2 096 009	27%	46 557	-
Resultat r	180 376	2%	147 787	2%	32 589	22%
Passif non co	550 021	7%	530 490	7%	19 531	4%
Emprunts et	323 413	4%	310 540	4%	12 873	4%
Prov. et pdts	226 608	3%	219 950	3%	6 658	-
Passif couran	421 468	5%	357 299	5%	64 169	18%
Fournis et co	257 099	3%	240 926	3%	16 173	7%
Impots	37 793	0%	1 753	0%	36 040	-
Autres dette	126 576	2%	114 620	1%	11 956	-
Total Passif	8 047 431	100%	7 884 585	100%	162 846	2%

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS

Désignation	Montant				Variation	
	Exercice 2015	Indice	Exercice 2014	Indice	En Valeur	En %
Ventes et produits annexes (1)	3 990 608	100%	1 695 824	100%	2 294 784	135%
Variation stocks produits fini et encours (2)	-1 145 539	-	1 060 254	-	-2 205 793	-
Production immobilisée(4)	0	-	331	-	-331	
Subvention d'exploitation(5)	420				420	
Production de l'exercice (4) = (1) + (2) + (3)	2 845 489	71%	2 756 409	163%	89 080	3%
Achats consommés (5)	1 683 118	-	1 612 096	-	71 022	-
Services extérieurs et autres consom (6)	60 632	-	42 785	-	17 847	-
Consommation de l'exercice (7) =(5) + (6)	1 743 750	44%	1 654 881	98%	88 869	5%
Valeur Ajoutée (8) = (4)-(7)	1 101 739	28%	1 101 528	65%	211	0%
Taux de Valeur Ajoutée (VA / PROD)	39%	-	40%	-	-1%	-
Valeur Ajoutée (8)	1 101 739	-	1 101 528	-	211	-
Charges de personnel (9)	626 550	-	608 204	-	18 346	-
Impôts et taxes assimilés (10)	52 811	-	26 491	-	26 320	-
EBE (11) =(8)-(9)-(10)	422 378	11%	466 833	28%	-44 455	-10%
Taux d'EBE = (EBE / PROD)	15%	-	17%	-	-2%	-
Autres produits operationels (12)	12 827	-	16 901	-	-4 074	-
Autres charges operationelles (13)	3 215	-	1 742	-	1 473	-
Dotations/ amortissements et prov. (14)	183 904	-	294 263	-	-110 359	-
Reprise sur pertes de valeurs et prov (15)	108 615	-	21 793	-	86 822	-
Résultat operationnel. (16)=(11)+(12)-(13)-(14)+(15)	356 701	9%	209 522	12%	147 179	70%
Produits financiers (17)	49 163	-	60 728	-	-11 565	-
Charges financieres (18)	24 975	-	3 965	-	21 010	-
Résultat financier. (19)=(17) - (18)	24 188	1%	56 763	3%	-32 575	-57%
Résultat ordinaire avant impots (20) = (16) + (19)	380 889	10%	266 285	16%	114 604	43%
Impôts exigibles sur resultats (IBS) (21)	66 625	-	54 823	-	11 802	-
Impôts différés sur resultats ordinaires	19 525	-	9 525	-	10 000	-
Total des produits des activités ordinaires (22)	3 016 094	-	2 855 831	-	160 263	-
Total des charges des activités ordinaires (23)	2 721 355	-	2 634 844	-	86 511	-
Résultat Net de l'Exercice (24) = (22) - (23)	294 739	7%	220 987	13%	73 752	33%

Table des matières

Table des matières

Liste des abréviations

Liste des tableaux

Liste des figures

Liste des annexes

Introduction générale.....	14
Chapitre 01 : Fondement théoriques du lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise	18
Introduction chapitre 01	19
Section 01 : Concept d'effet de levier	20
Section 02 : Apport de l'approche traditionnelle	23
1. Démonstration de la thèse de non neutralité(1958).....	23
1.1. Les hypothèses de l'approche de Modigliani et Miller	23
1.2. Les limites de l'approche de Modigliani et Miller	24
2. L'intégration de la fiscalité (1963).....	25
2.1. La proposition de Modigliani et Miller avec impôt sur société	25
2.2. La proposition de Modigliani et Miller en présence d'impôt sur société et personnel	26
3. La théorie des compromis (Trade-off theory TOT)	28
3.1. Les coûts de faillite	29
3.2. Le ratio d'endettement optimal	30
3.3. Les limites de la théorie des compromis	32
Section 03 : Les apports des théories financiers modernes	32
1. La théorie d'agence(1976).....	33
1.1. Définition de la relation d'agence	33
1.2.Les sources des coûts d'agence	33
1.2.1. Les conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants.....	33

1.2.2. L'impact de l'endettement sur les coûts d'agence	34
1.2.3. Les conflits d'agence entre actionnaires et créanciers	35
1.3. Les mécanismes pour réduire les coûts d'agence	35
2. La théorie signal (1977)	36
2.2. Présentation du principe de la théorie	36
2.3. Les limites de l'approche	37
3. La théorie de financement hiérarchique(1984)	37
3.2. Présentation du principe de la théorie financement hiérarchique	37
3.2.3. Financement interne	37
3.2.4. Financement externe	38
3.3. Forces et faiblesse de la théorie financement hiérarchique.....	38
3.3.3. Les forces de la théorie de financement hiérarchique	38
3.3.4. Les faiblesses de la théorie de financement hiérarchique	38
Conclusion chapitre 01.....	41
Chapitre 2 : l'effet de levier et son impact sur la valeur de l'entreprise	42
Introduction chapitre 02	43
Section 01 : l'effet de levier opérationnel dans la gestion d'une entreprise ...	44
1. Notions de base	44
2. Présentation de l'effet de levier opérationnel	46
2.1. Définition de l'effet de levier opérationnel	46
2.2. Caractéristiques de l'effet de levier opérationnel	46
2.3.Mode de calcul de l'effet de levier opérationnel.....	47
3. Levier opérationnel et les coûts fixes	49
4. Rôle et importance de l'effet de levier opérationnel	51
4.1.Rôle de l'effet de levier opérationnel	51
4.2.Importance de l'effet de levier opérationnel	51
5. Limites et risques de l'effet de levier opérationnel	52
Section 02 : Fondements notionnels de l'effet de levier financier	52
1. Présentation de l'effet de levier financier	52
1.1. Définition de l'effet de levier financier.....	52
1.1.Caractéristiques de l'effet de levier financier	53
1.2.Mécanisme et formulation de l'effet de levier financier	53

1.2.1. Formulation de l'effet de levier financier	54
1.2.2. Analyse de la formule de l'effet de levier financier.....	56
2. L'effet de levier financier et la politique d'endettement.....	57
3. Rôle et importance de l'effet de levier financier.....	59
3.1.Rôle de l'effet de levier financier.....	59
3.2.Importance de l'effet de levier financier.....	59
4. Limites et risques de l'effet de levier financier.....	61
4.1.Limites de l'effet de levier financier.....	61
4.2 Risques de l'effet de levier financier.....	61
Section 3 : Lien entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise	62
1. L'objectif fondamental en finance d'entreprise : la maximisation de la valeur de l'entreprise	63
1.1. La genèse et l'enrichissement du concept valeur	63
1.2.La signification du concept de création de valeur dans l'entreprise	65
1.3.La performance et la création de valeur dans l'entreprise	65
1.3.1. Performance économique.....	67
1.3.2. Performance financière	68
1.4.Les indicateurs de création de valeur dans l'entreprise.....	69
1.4.1. EVA comme indicateur économique de création de valeur dans une entreprise.....	69
1.4.2. Ratios de rentabilité.....	70
1.4.3. Bénéfice par action.....	71
2. Lien entre l'effet de levier financier et la valeur de l'entreprise.....	72
3. Lien entre l'effet de levier opérationnel et la valeur de l'entreprise	74
Conclusion chapitre 02.....	75
Chapitre 03 : Cas de l'entreprise «Electro-industries, Azazga» comme illustration des développements théoriques	76
Introduction chapitre 03.....	77
Section 01 : Présentation et organisation de l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIES.....	77
1. Historique d'ELECTRO-INDUSTRIES	77
2. Présentation générale d'ELECTRO-INDUSTRIES	78
2.1. Statut juridique, capital social et positionnement géographique de l'entreprise ELECTRI INDUSTRIES.....	77
2.1.L'effectif de l'Electro-Industries.....	78
2.2.Les activités de l'Electro-Industries	79
2.3.L'évolution des ventes d'ELECTRO-INDUSTRIES	81

2.4. Les concurrents et les clients de l'Electro-Industries.....	82
3. Les points forts et les points faibles de l'entreprise (ELECTRO-INDUSTRIES).....	83
3.1. Les points forts de l'entreprise (EI).....	83
3.2. Les points faibles de l'entreprise (EI)	83
4. L'organisation de l'Electro-Industries	84
5. Les objectifs d'Electro-Industries	85

Section 2 : Etude des effets de levier, financier et opérationnel, au sein de l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIES durant la période 2015-2017 :..... 85

1. Analyse de la structure financière de l'entreprise ELECTRO-INDUSTRIES 86

1.1. Présentation des bilans financiers de l'entreprise (EI).....	86
1.1.1. Présentation des bilans financiers, partie « actif » de (EI)	86
1.1.2. Elaboration des bilans financiers en grandes masses partie « actif » de (EI).....	87
1.1.2. Présentation des bilans financiers, partie « passif » de (EI).....	88
1.1.3. Elaboration des bilans financiers en grandes masses partie « passif » de (EI)	88
1.2. Les indicateurs de l'équilibre financier de l'entreprise (EI)	89
1.3. Analyse des ratios de structure.....	90
1.3.1. Ratio d'autonomie financière	90
1.3.2. Ratio de solvabilité.....	91
1.3.3. Ratio d'endettement	91

2. Etude de la rentabilité et d'effet de levier financier d'ELECTRO-INDUSTRIES 91

2.1. Présentation des tableaux des soldes intermédiaire de gestion de l'entreprise (EI).....	91
2.2. Analyse de capacité d'autofinancement.....	94
2.2.1. Calcul de la CAF par la méthode soustractive	94
2.2.2. Calcul de la CAF par la méthode additive	94
2.3. Analyse des ratios de rentabilité et l'effet de levier financier de l'entreprise (EI)	95
2.3.1. Taux de rentabilité économique de l'entreprise (EI).....	95
2.3.2. Taux de rentabilité financière de l'entreprise (EI)	95
2.3.2.1. Bras de levier financier	96
2.3.2.2. Taux de rentabilité financière par l'effet de levier	96

3. Etude de l'effet de levier opérationnel au sein d'ELECTRO-INDUSTRIE..... 98

3.1. Le résultat d'exploitation de l'entreprise(EI).....	98
3.2. Chiffre d'affaires de l'entreprise (EI).....	99
3.3. Effet de levier opérationnel de l'entreprise (EI).....	100
3.4. La structure des coûts au sein de (EI)	101

Conclusion chapitre 03..... 101

Conclusion générale	104
Références bibliographie	108
Annexes.....	113

Résumé

L'effet de levier est un terme courant dans l'analyse et la gestion financière qui implique la capacité d'amplifier les résultats à un coût comparativement faible.

L'effet de levier est une stratégie que les entreprises utilisent pour augmenter les actifs, les flux de trésorerie et les rendements, bien qu'elle puisse également amplifier les pertes. Il existe deux principaux types de levier: financier et opérationnel. Pour augmenter son levier financier, une entreprise peut emprunter des capitaux en émettant des titres à revenu fixe ou en empruntant de l'argent directement auprès d'un prêteur. L'effet de levier d'exploitation peut également être utilisé pour amplifier les flux de trésorerie et les rendements, et peut être atteint en augmentant les revenus ou les marges bénéficiaires. Les deux méthodes sont accompagnées de risques, comme l'insolvabilité, mais peuvent être très bénéfiques pour une entreprise.

Mots clé : effet de levier financier, effet de levier opérationnel, rentabilité économique, rentabilité financière, coûts fixes, chiffre d'affaires, résultat opérationnel, valeur.

Summary

Leverage is a common term in financial analysis and management that involves the ability to amplify results at a comparatively low cost.

Leverage is a strategy companies use to increase assets, cash flow, and returns, although it can also magnify losses. There are two main types of leverage: financial and operational. To increase financial leverage, a business can borrow capital by issuing fixed income securities or by borrowing money directly from a lender. Operating leverage can also be used to amplify cash flow and returns, and can be achieved by increasing revenues or profit margins. Both methods come with risks, such as insolvency, but can be very beneficial to a business.

Keywords: financial leverage, operational leverage, economic profitability, financial profitability, fixed costs, revenue, operating profit, value.