



Ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche scientifique

Université Mouloud MAMMERRI de Tizi-Ouzou

Faculté des sciences économiques, commerciales et des sciences de gestion



Mémoire en vue de l'obtention du diplôme de Master en Sciences Financières et Comptabilité

Option : Finance d'Entreprise

Thème

Impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise

Cas : Le groupe industriel Sidal

Réalisé par :

- **Mr FAYE Baye Amath**
- **M^{elle} SENE Dieynaba**

Dirigé par :

Mme KOUDACHE Lynda

Présenté devant le jury composé de :

Président : MOUMOU Ouerdia, MCB, UMMTO

Examineur : LIMANI Ratiba, MAA, UMMTO

Rapporteur : KOUDACHE Lynda, MAA, UMMTO

Promotion : 2020

REMERCIEMENTS

Nous remercions Dieu, le tout puissant de nous avoir accordé la santé, la volonté et le courage pour accomplir ce travail, qui est l'aboutissement d'un long cheminement au cours duquel, nous avons bénéficié de l'encadrement, des encouragements et du soutien de plusieurs personnes, à qui nous tenons à dire profondément et sincèrement merci.

Nous exprimons nos sentiments les plus sincères à notre promotrice, Madame KOUDACHE Lynda, pour sa confiance, sa pertinence, ses conseils précieux et ses cadrages bienveillants. Madame KOUDACHE Lynda, une personne avec une qualité humaine énorme, nous tenons à lui adresser toute notre reconnaissance.

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

Sans oublier l'équipe pédagogique de l'Université Mouloud Mammeri et spécialement les enseignants de la spécialité « Finance d'Entreprise », qui nous ont transmis savoirs et connaissances tout au long de notre parcours universitaire.

DÉDICACES

Nous dédions ce modeste travail à nos très chers parents.



Sommaire

Sommaire

Liste des abréviations

Introduction générale	01
Chapitre I : Les fondements théoriques de la politique financière	05
Section 1 : L'apport des théories financières traditionnelles	06
Section 2 : Les théories financières modernes	16
Section 3 : La structure financière de l'entreprise	31
Chapitre II : Les différentes modalités de financement et leurs impacts sur la valeur de l'entreprise	41
Section 1 : Les différentes modalités de financement de l'entreprise	41
Section 2 : La valeur de l'entreprise : Définitions et mesures	60
Section 3 : Décision de financement et la valeur de l'entreprise	66
Chapitre III : Etude de l'impact de la structure financière sur la valeur du groupe industriel SAIDAL	75
Section 1 : Présentation et organisation du groupe industriel SAIDAL	75
Section 2 : Analyse de la structure financière du groupe SAIDAL	80
Section 3 : Analyse de la valeur du groupe SAIDAL à partir des indicateurs de performance	90
Conclusion générale	97
Bibliographie	100
Liste des tableaux	104
Liste des figures	106
Liste des graphes	108
Liste des annexes	110
Table des matières	134



*Liste des
abréviations*

Liste des abréviations

AE	Actifs Economiques
AFP	Autres Actifs Propres
AGE	Assemblée Générale Extraordinaire
BFR	Besoin en Fonds de Roulement
Bi	Bêta
BPA	Bénéfice Par Action
BVA	Bourse des Valeursd'Alger
C	Capitaux propres
CA	Conseil d'Administration
CAF	Capacité d'Auto Financement
CEPME	Crédit d'Equipe ment des Petites et Moyennes entreprises
CFE	Cash Flux d'Exploitation
CFROI	Cash Flux Return On Investment
CG	Corporate governance
CMCC	Crédit de Mobilisation de Créances Commerciales
CMPC	Coût Moyen Pondéré du Capital
CP	Capitaux propres
D	Dettes
DCT	Dettes à Court Terme
Di	Dividende
DLMT	Dette à Long et Moyen Terme
E(Ri)	Taux de rentabilité sur l'actif i
E(Rm)	Taux de rentabilité du marché
EBE	Excédent Brut d'Exploitation

EBIT	Earnings Before Interest and Tax
EVA	Economic Value Added
Fi	Flux de trésorerie
FR	Fonds de Roulement
FRNG	Fonds de Roulement Net Global
G	Taux de croissance
GE	Gouvernance d'Entreprise
G-S	Gordon- Shapirou
I	Nombre d'années
I	Taux Actuariel après impôt
IBS	Impôt sur le Bénéfice des Sociétés
K	Coût des capitaux propres
Kcp	Coût des Capitaux Propres
Kd	Coût de la Dette
M	Marché
M/B	Market to Book
MEDAF	Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers
MM	Modigliani et Miller
MVA	Market Value Added
NOPAT	Net Operating Profit After Tax
ONG	Organisation Non Gouvernementale
OPA	Offre Publique d'Achat
P	Prix
PCA	Pharmacie Centrale Algérienne
PME	Petite et Moyenne Entreprise
PMI	Petite et Moyenne Industrie

POT	PeckingOrder Theory
R _A	Rendement des Actifs économiques
R _c	Rendement des capitaux propres
R _D	Rendement des dettes
RF	Actifs sans risque
RN	Résultat Net
ROA	Rentabilité Economique
ROE	Rentabilité Financière
SPA	Société Par Action
T	Taux d'imposition
TA	Taux Actuariel
TBR	Total Business Return
TCR	Tableau du CompteRésultat
TN	Trésorerie Nette
TOT	Trade Off Theory
TSR	Total Shareholder Return
TVA	Taxe sur la Valeur Ajoutée
V	Valeur
VAN	Valeur actuelle Nette
VC	ValeurComptable
VD	Valeur Disponible
V _e	Valeur marchande
VE	Valeurd'Exploitation
VI	ValeurImmobilisée
VM	Valeur de Marché
VMP	Valeur Mobilière de Placement

Vn	Valeur non marchande
VNC	Valeur Nette Comptable
VR	Valeur Réalisable



*Introduction
générale*

Depuis des décennies, l'étude sur le choix de financement des entreprises constitue un des sujets les plus controversés. La littérature financière a depuis longtemps cherché à mesurer les vertus de la structure financière sur la valeur de l'entreprise.

Modigliani et Miller(1958) étaient les premiers à mener une réflexion théorique sur l'incidence des moyens de financement sur la valeur de la firme. Selon ces deux auteurs, dans un marché parfait caractérisé par une asymétrie d'information entre les parties prenantes, une absence des coûts de faillites, la variable fiscale, la valeur de l'entreprise est indépendante de sa structure financière.

Cet article de Modigliani et Miller (1958) n'est pas exempt de critiques, de nombreuses études ont montré qu'en présence de la fiscalité, des coûts de faillites, des conflits d'intérêts et des asymétries d'information : la structure financière n'est plus neutre.

De ce fait, Modigliani et Miller (1963) ont modifié les fondements théoriques de leur modèle en introduisant la variable fiscale et concluent qu'afin de bénéficier des économies d'impôts dues à la déductibilité des charges fiscales, il est nécessaire d'endetter l'entreprise. Cette étude vient s'opposer à leur ancienne étude dans le sens où la valeur de la firme endettée ne serait plus égale à celle de la firme non endettée mais au contraire, elle serait augmentée de la valeur des économies d'impôts réalisées grâce à cette possibilité de déductibilité des charges financières.

Ainsi, Jensen et Meckling ont tenté de développer une théorie susceptible d'expliquer et de définir une structure financière optimale en tenant compte de l'existence de coût d'agence et de l'asymétrie informationnelle.

L'entreprise est un agent économique qui occupe une place prépondérante dans le maillage économique national et contribue à son développement. De ce fait, lors de sa création et tout au long de son développement, elle a besoin pour financer ses activités d'exploitation et d'investissement de ressources financières. En effet, quel que soit sa taille, dans la plupart des cas, l'entreprise ne peut pas se contenter de ses ressources propres pour satisfaire continuellement tous ses besoins. Elle devrait recourir aux ressources externes qui sont principalement le marché financier et la banque.

Le choix de la structure financière est l'une des principales décisions financières de l'entreprise. Avoir une structure financière optimale peut améliorer la performance de l'entreprise. Le choix d'une structure financière peut affecter, de façon positive ou négative la rentabilité et, par conséquent, la valeur de l'entreprise.

L'objectif premier de toute entreprise est la création de valeur. Une entreprise qui réussit la mobilisation des capitaux dont elle a besoin pour son développement, est celle qui créera plus de valeur aux capitaux investis. En d'autres termes, l'entreprise crée de la valeur si les rendements réalisés couvrent les coûts de financement.

L'Algérie, comme tant d'autres pays, avec l'ouverture de l'économie, a diversifié les moyens de financement de l'entreprise. Par cette diversification, ces dernières se financent par

les lignes de crédit bancaire, le crédit-bail, les crédits par signature et tant d'autres. Quant aux entreprises cotées, elles se financent via le marché financier.

Notre choix pour ce thème a été dicté, par le fait qu'il relève de notre formation universitaire, mais aussi une occasion pour essayer de montrer que les entreprises se comportent conformément à une théorie qui explique la structure financière des entreprises. Le sujet nous permet, à nous étudiants ainsi qu'à ceux qui s'y intéresseront d'acquérir des connaissances concernant les modes de financement et la valeur des entreprises en général.

Pour cela, notre problématique de recherche s'articule autour de la question principale suivante :

Comment le choix du mode de financement de l'entreprise peut-il avoir un impact sur sa valeur ?

Afin d'expliquer l'impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise, nous avons jugé nécessaire de la diviser en sous question comme suit :

- Quelles sont les différentes modalités de financement de l'entreprise ?
- Quels sont les indicateurs de mesures de la valeur de l'entreprise ?
- Quelle est la relation qui existe entre la structure de financement et la valeur de l'entreprise ?

Pour répondre à toutes ces questions, nous avons formulé les hypothèses de travail suivantes :

Hypothèse 1 : La valeur de l'entreprise dépend essentiellement de sa politique de financement

Hypothèse 2 : La création de valeur est étroitement liée à la rentabilité financière de l'entreprise

Pour réaliser notre étude, nous avons adopté une double démarche méthodologique, à savoir :

-Une recherche documentaire : à travers la consultation des différents ouvrages, articles, revues, mémoire et thèses inhérentes à notre thème, afin d'avoir la maîtrise des concepts liés à notre thème et de pouvoir faire des comparaisons entre les données recueillies et les concepts théoriques évoqués.

-La collecte de données : Pour réaliser le cadre pratique de notre travail, nous avons choisi une collecte de données, ce qui nous permettra d'analyser certains documents du groupe industriel Saidal à travers ses rapports de gestion et de constater la relation qui existe entre la structure financière et la valeur de l'entreprise.

Pour atteindre les objectifs fixés et en vue d'apporter des réponses aux différentes questions soulevées dans la problématique, nous avons choisi d'articuler notre travail autour de trois chapitres. Le premier chapitre est consacré aux fondements théoriques de la structure

financière, en présentant les différentes théories ayant traitées la structure financière de l'entreprise et la notion de structure financière. Le deuxième chapitre traitera les différentes modalités de financement de l'entreprise et leurs impacts sur sa valeur, en présentant les différentes sources de financement dont dispose l'entreprise, la valeur de l'entreprise et les outils d'évaluation de la valeur de l'entreprise. Le troisième chapitre, quant à lui, sera consacré à l'illustration avec un cas pratique de l'impact de la structure financière sur la valeur d'une entreprise cotée, notamment, le groupe industriel Sidal.

Chapitre I :
Les fondements
théoriques de la
politique financière

Introduction du chapitre I

Au début du 20^{ème} siècle, la finance était séparé de l'économie et considérée comme une discipline académique, et son contenu se limitait principalement aux mouvements des marchés financiers (achats, ventes et évaluation des titres). Avec l'innovation technologique et l'émergence de nouvelles industries qui ont engendrés de nouveaux besoins en fonds d'entreprise, la finance qui se basait sur la pérennité de l'entreprise se tourne vers la protection de cette dernière, d'où la remise en cause de la finance académique (normative).

Aujourd'hui, la finance consiste à analyser, en terme financiers, toutes les décisions importantes qui surviennent dans les organisations ou dans la société en général, dans le but d'assurer une utilisation optimale des ressources et d'améliorer ainsi le bien-être de tout un chacun.

Le choix de financement est l'un des principales décisions financières de l'entreprise. Avoir une structure financière adéquate peut améliorer la performance de l'entreprise et par conséquent, créer de la valeur. Les travaux sur les choix de financement des entreprises sont nombreux et cela s'explique par la variété des approches qui suggèrent une multiplicité de déterminants. L'étendue de l'information privée détenue par les dirigeants, les perspectives de croissance ainsi que le risque financier ou d'exploitation, parmi d'autres variables, sont des éléments explicatifs des choix de financement. Les modifications de ces choix sont d'autant plus importantes qu'elles ont un impact sur la valeur de la firme et sur la richesse des actionnaires. Les différents travaux ont abouti à des résultats parfois divergents. Néanmoins, ils ont un objectif commun qui consiste à montrer l'importance de la structure financière.

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

Ce chapitre a pour objectif de montrer comment ces choix sont appréhendés dans les différentes approches. Il est réparti en trois (03) sections : la première traite les théories traditionnelles de la structure financière, la deuxième section va se focaliser sur les théories financières modernes tandis que la dernière section traitera la structure financière de l'entreprise.

Section I : L'apport des théories financières traditionnelles

Cette section aura comme objectif de montrer l'évolution des théories traditionnelles depuis les premiers travaux de Modigliani et Miller en passant par le modèle du MEDAF et de Gordon Shapiro jusqu'à leurs derniers travaux.

1. Les thèses de Modigliani et Miller

Dans leur premier article publié en 1958, Franco Modigliani et Merton Miller ont démontré, dans un monde parfait que la valeur de l'entreprise dépend uniquement de l'ensem

ble des flux financiers qu'elle produit et ceux quel que soit la façon dont ces actifs ont été financés entre fonds propres et dettes. Ce premier article de Modigliani et Miller n'est pas sans critique relatif à l'abstraction faite de certains paramètres touchant à l'environnement financier de l'entreprise notamment l'ignorance de l'impôt sur le bénéfice, les taux d'intérêts, la diversité des modalités d'emprunt et les imperfections des marchés de capitaux.

Ces critiques ont poussés Modigliani et Miller à revoir les fondements théoriques de leur modèle en introduisant les variables fiscales de l'entreprise en 1963 dans leur deuxième article. Ainsi en présence d'imposition, les deux (02) auteurs ont démontrés que la valeur de l'actif économique de l'entreprise endettée est égale à celle de l'entreprise non endettée majorées de la valeur actuelle de l'économie d'impôt lié à la déductibilité fiscale des intérêts de la dette.

Miller en 1977 élargit le cadre défini par Modigliani et Miller (1958-1963) en intégrant les impôts sur les revenus des personnes physiques. Dans un tel contexte, où on tient compte à la fois de la fiscalité corporative et personnelle, Miller a soutenu l'idée que la valeur de la firme est indépendante de sa structure financière. Pour cette dernière il n'existe pas de structure optimale de capital.

De nombreuses études se sont penchées sur le sujet du financement des entreprises : faut-il privilégier comme source de financement l'endettement ou les fonds propres ? Existe-il une répartition optimale entre ces deux sources ?

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

Dans un monde caractérisé par une absence d'imposition où les particuliers et les entreprises pourraient emprunter ou prêter à un taux d'intérêt unique.¹ Modigliani et Miller suppose que la valeur de l'entreprise dépend uniquement de la valeur de ces actifs. Autrement dit, la structure financière n'a aucun impact sur la valeur de la firme et sur son coût de capital.

¹LANGLOIS Georges, MOLLET Michelle, «manuel de gestion financière », Edition Berti, Alger, 2011, P.299

1.1.1. Proposition I : la neutralité de la structure financière

La valeur d'une entreprise dépend de son résultat d'exploitation et de lui seul. Cette valeur est précisément égale à la valeur de capitalisation du résultat d'exploitation au taux de rentabilité économique requis pour la classe de risque d'activité de l'entreprise. La valeur de l'entreprise n'est donc pas influencée par la structure financière : les investisseurs n'ont pas d'illusion financière : seul l'actif est créateur de valeur, la structure ne définissant que la répartition de cette valeur entre actionnaires et créanciers.² Donc on a :

$$V_n = V_e$$

Avec :

V_n : Valeur non marchande

V_e : Valeur marchande

1.1.2. Proposition II : Rendement des capitaux propres

Dans leur proposition Modigliani et Miller montrent que dans un contexte parfait et sans impôt, la rentabilité anticipée des fonds propres augmente de façon linéaire avec l'endettement. Vu que l'endettement accroît le risque des fonds propres, Modigliani et Miller concluent que les rendements exigés par les actionnaires sont une fonction croissante de l'endettement.

$$R_A = R_C \left(\frac{C}{C+D} \right) + R_D \left(\frac{D}{C+D} \right)$$

Avec :

R_A : Rendement des actifs économiques (ROA)

R_C : Rendement des fonds propres

R_D : Rendement des dettes

C : Capitaux propres

D : Dettes

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

² MOURGUES Nathalie, « Financement et coût du capital de l'entreprise », Edition economica, Paris, Septembre 1993, P.236.

rentabilité exigée des fonds propres est une fonction linéaire de ratio d'endettement de la firme. Il comprend une prime de risque $[(R_A - R_D) D/C]$, donc la formule serait :

$$R_C = R_A + (R_A - R_D) D / C$$

Avec :

R_C - Rendement des capitaux propres

R_A - Rendement des actifs économiques

R_D - Rendement des dettes

D- Dettes

C- Capitaux propres

D/C Ratio de dette rapportée aux capitaux propres

Dans une entreprise non endettée, et donc entièrement financée par des capitaux propres, le taux de rendement (R_A) des actifs économiques est égal aux taux de rendement (R_C) des capitaux propres.

1.2: La théorie de Modigliani et Miller en présence d'imposition

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

1.2.1. Proposition I :

Cette proposition est reformulée : la valeur marchande (V_e) de l'entreprise endettée est égale à la valeur non marchande (V_n) de l'entreprise non endettée majorée du produit de la dette (D) par le taux d'impôt.³

L'économie d'impôt ristournée à l'entreprise par l'Etat profite intégralement aux actionnaires puisque les créanciers reçoivent le même intérêt ($R_D * D$) quel que soit l'imposition de l'entreprise. La richesse de l'actionnaire s'accroît donc avec le montant de la dette.

$$V_e = V_n + T * D$$

Avec :

³ LANGLOIS Georges et MOLET Michelle, Op. Cit, P.300.

Ve : Valeur de l'entreprise endettée
Vn : Valeur de l'entreprise non endettée
D : Dettes
T : Taux d'imposition

1.2.2. Proposition II

Le coût du capital est, quant à lui, décroissant du levier financier : il tend vers le coût de la dette par ce que le levier augmente. Les équations suivantes résument cette proposition.

-Le coût des capitaux propres tient compte de l'incidence fiscale sur le résultat après intérêt ; l'équation du levier financier relative à la rentabilité des capitaux propres devient égale à⁴:

$$R_c = R_A + [R_A + R_D] (1-t)D/C$$

-le coût moyen pondéré du capital de l'entreprise endettée est inférieur à celui de l'entreprise non endettée : il est décroissant avec l'augmentation du levier financier.

$$CMPC = R_c [C/C+D] + R_D [D/C+D] (1-t)$$

Avec :

CMPC : Coût Moyen Pondéré du Capital

La valeur d'une l'entreprise endettée est égale à la valeur des flux nets d'exploitation après impôt actualisée au taux d'actualisation. Le coût de la dette calculé après impôt tient compte de la déductibilité des charges financières et donc de l'économie d'impôt qui en résulte. La fiscalité met en évidence les effets de la politique d'endettement sur la valorisation de l'entreprise. D'autres ajustements sont requis dans l'évaluation du coût du capital avec notamment, la prise en compte des coûts de faillite.

2. Le coût du capital

Pour évaluer un projet d'investissement, l'entreprise à besoin de connaître le coût des ressources engagées. Le coût du capital dit aussi le coût moyen pondéré du capital représente, le coût des principales sources de financement. En effet, pour déterminer la valeur de la rentabilité d'un investissement, la règle implique que le taux de rentabilité du projet soit au moins égal, sinon supérieur, au taux représentatif du coût d'opportunité du capital. Si le taux de rentabilité est supérieur ou égal au coût du capital, l'entreprise peut respecter ses engagements à l'égard de ses bailleurs de fonds, sinon elle ne le peut pas.

⁴ MOURGUES Nathalie, Op. Cit, P.239

Cette partie a pour objectif d'étudier en détail le coût des fonds propres et des dettes financières, afin de comprendre le rôle du coût du capital dans la prise de décisions financières de l'entreprise.

2.1 Le coût des fonds propres

Les capitaux propres ne sont pas gratuits. En effet, les actionnaires auraient pu placer leurs fonds dans des affaires plus avantageuses. De ce fait, ils ne se limitent pas à la rentabilité qu'ils attendent sur leurs investissements en actions, ils tiennent compte aussi des autres opportunités qui auraient pu être meilleures et augmenter leur rendement. L'évaluation du coût des capitaux propres peut être faite par deux moyens.

-Par le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF)

-Par le modèle actuariel de Gordon-Shapiro

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

Développé à la fin des années 1950 et au cours des années 1960 à partir des travaux de Harry Markowitz, William Sharp, John Linter et Jack Treynor, le MEDAF (Modèle d'évaluation des actifs financiers) ou CAPM (Capital Asset Pricing Model, en anglais) est aujourd'hui universellement appliqué.⁵

Le modèle est fondé sur la théorie du portefeuille qui démontre l'intérêt pour un investisseur rationnel à diversifier son portefeuille dans le but d'atteindre le niveau optimal du couple rentabilité-risque (risque minimum et rentabilité moyenne). Le MEDAF a pour objectif de transposer la relation qui existe entre la rentabilité d'un titre et son risque au niveau d'un titre individuel, et non plus d'un portefeuille. Le MEDAF explique le calcul et la détermination du taux de rentabilité exigé par les actionnaires, en fonction du risque, de la rentabilité des actifs sans risque et de l'espérance de rentabilité du marché. Ce taux est donné par la relation suivante :

$$E(R_i) = R_F + (E - R_F) B_i$$

Avec :

$E(R_i)$: Taux de rentabilité instantané attendu pour l'actif risqué i ,

R_F : Taux d'intérêt sans risque ; ce taux est non aléatoire,

$E(R_M)$: Taux de rentabilité instantané pour le portefeuille de marché,

$E(R_M) - R_F$: La prime du risque du marché, la prime de risque moyenne requise pour investir dans des actifs risqués (par exemple, les actions) en comparaison avec des investissements sûrs (par exemple, les obligations d'Etat). Autrement dit, la différence entre le rendement

⁵ VERNIMMEN Pierre, « finance d'entreprise », édition Dalloz, Paris, 2016, P.434.

d'actifs risqués et celui d'actifs non risqués.

B_i : Risque systématique instantané de l'actif i .

Le coefficient bêta est calculé par le rapport de la covariance entre la rentabilité de l'action i et les rentabilités de l'indice de marché M sur la variance des rentabilités de l'indice demarché. **Un bêta supérieur à un** : signifie que la rentabilité d'une action connaîtra une variation ou une volatilité plus forte que la rentabilité du marché, l'action est volatile et amplifie les mouvements du marché. **Un bêta inférieur à un** : indique que la rentabilité d'une action a une amplitude de volatilité moins forte que celle du marché, c'est-à-dire l'action fluctue moins que le marché. **Enfin, un bêta égal à un** : indique que l'action suit le marché et reproduit les mouvements de celle-ci.

Le risque total d'un d'investissement est égal au risque systématique plus le risque spécifique :

Le risque spécifique ou risque diversifiable est propre au titre ou à l'action et il peut être éliminé grâce à une bonne politique de diversification. Les pertes sur un titre peuvent être compensées par les gains réalisés sur les autres titres. Il suffit, donc, de diversifier son portefeuille pour échapper au risque spécifique.

Le risque systématique ou risque non diversifiable provient du risque du marché et ne peut pas être éliminé.

En somme, l'apport essentiel de la théorie du portefeuille est de démontrer que la rémunération exigée par un investisseur n'est pas liée au risque total uniquement mais au risque de marché corrélativement, dans un marché à l'équilibre, le risque diversifiable n'est pas rémunéré.

2.1.2 : Par le modèle actuariel de Gordon et Shapiro :

Ce modèle d'actualisation des actions porte le nom de ses auteurs (Gordon et Shapiro) et a été mis au point en 1956. IL a pour but d'évaluer une action par l'actualisation des dividendes. Cette méthode est pertinente lorsque l'entreprise pratique depuis longtemps une politique de distribution de dividende, et dispose d'une trésorerie suffisante pour lui permettre d'effectuer des distributions même lorsque les résultats sont faibles.

Deux cas de figure peuvent être envisagés :

-Les dividendes constants : Dans cette hypothèse les dividendes sont constants sur toutes les périodes. Par ailleurs, le dividende annuel constant est donné par le montant prévu à la période actuelle et versé à la période. Dans ce cas, l'équation de la valeur du titre correspond à :

$$K=Di/P$$

Avec :

K : Le coût des capitaux propres,

Di : Di : Les dividendes moyens constants distribués,

P : Prix de l'action.

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

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

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

$$K=Di+g/P$$

Avec :

Di : Dividende espéré à la période,

g: Taux de croissance stable des dividendes par action sur une longue période,

L'application de la formule de Gordon-Shapiro doit être faite en prenant d'importantes précautions. En premier lieu, il faut s'assurer que l'hypothèse d'une croissance régulière correspond à une approximation acceptable. Il n'en est généralement ainsi que pour des entreprises ou des industries ayant atteint, dans leur développement, leur « vitesse de croisière ». Le modèle n'est pas applicable à des entreprises jeunes qui connaissent un taux de croissance particulièrement élevé. Il y'a deux raisons à cela. D'abord, le fort taux de croissance d'une jeune entreprise ne saurait perdurer au-delà d'une certaine durée. A un moment donné, la croissance se ralentit et son taux tombe à un niveau sensiblement inférieur à celui constaté au début de l'activité de l'entreprise. Ensuite, si le taux de croissance est particulièrement élevé et devient supérieur au taux de capitalisation, la condition de développement du modèle n'est plus respectée et l'application est absurde.

Pour les sociétés en forte croissance, la solution réside dans l'utilisation de modèles à taux de croissance variables. Différents variantes de modèles à taux variantes ont été proposées. L'une d'entre elles, la plus communément appliquée en raison de l'existence de tables d'actualisation, consiste à distinguer deux périodes avec croissances différentes. La

première période correspond à celle du fort taux de croissance. Dans la seconde, le taux de croissance est supposé décroître à un taux constant jusqu'au moment où il devient nul ; le modèle suppose un taux nul au-delà de la deuxième période.⁵

En second lieu, l'estimation de g qui est une variable totalement exogène au modèle, doit être mûrement réfléchie. Dans son estimation, le choix du taux de rentabilité des fonds propres investis, est essentiel. Il peut s'effectuer à partir de données historiques en utilisant le ratio bilanciel « bénéfice par action/montant des fonds propres investis », ou encore avec des données prévisionnelles. En tout état de cause, il est préférable de raisonner sur un échantillon de titres ; les titres de l'échantillon doivent correspondre à des entreprises appartenant à la même classe de risque. On estime alors le taux de rentabilité des capitaux propres pour chacun d'eux et on applique le taux moyen correspondant.⁶

Enfin, il convient de rappeler, au risque de se répéter, que tout modèle actuariel d'évaluation du taux de capitalisation des fonds propres, ne peut donner un bon résultat que si l'action est correctement évaluée par le marché.

2.2. Le coût de la dette

La dette est bien souvent la première source de financement externe des entreprises. Les raisons qui expliquent cette situation sont multiples. Tout d'abord l'avantage fiscal lié à la déductibilité des intérêts au niveau de l'entreprise et le traitement privilégié des revenus des obligations par rapport à ceux des actions. Au-delà de l'avantage fiscal que procure la dette aux entreprises, le financement par dette, contrairement aux augmentations de capital, n'affecte pas la structure de propriété de l'entreprise. En outre, l'endettement présente un autre avantage qui est de transférer dans certaines conditions une partie du risque économique des actionnaires vers les créanciers.

La nature juridique et économique du contrat de prêt à intérêt (échéance d'intérêts et de remboursements fixe) entraîne pour conséquence que le coût réel d'un emprunt effectué par une société peut être calculé de manière exacte contrairement aux coûts des fonds propres qui font l'objet d'une estimation.⁷ Ce coût réel variera en fonction des modalités spécifiques de l'opération à savoir : le capital, la valeur de remboursement, le plan de remboursement et les intérêts. Comme nous allons le montrer, le coût actuariel d'un emprunt après impôt est égal au taux avant, diminué de l'économie fiscale dû à la déductibilité des charges financières. En effet, le taux actuariel i d'un emprunt quel que soit son mode d'amortissement représente la rémunération du capital emprunté. Si cette rémunération après impôt ne coûte plus à l'entreprise qu'une fraction des intérêts versés le taux actuariel après impôt sera égal à :

$$TA = i(1 - IBS)$$

⁶ MOURGUES Nathalie, Op. Cit, P.72.

⁷ COBBAUT Robert, « Théorie financière », édition economica, Paris, 1997, P.361.

Avec :

TA : Le taux actuariel

i : Le taux actuariel avec impôt

IBS: Le taux d'imposition des bénéfices sur les sociétés

3. La théorie de Modigliani et Miller de la politique de dividende

La notion de politique des dividendes traduit le choix que doit faire l'entreprise, entre :

- le versement des bénéfices aux actionnaires afin de les rémunérer de leur participation au capital ;
- ou la constitution de réserves, dans l'objectif de financer la croissance de l'entreprise.⁸

La politique de distribution de dividende a toujours occupé une place centrale dans la stratégie des gestionnaires. Une décision importante qui demeure, toutefois, complexe et controversée. Les décisions liées à la distribution des dividendes déterminent, conjointement aux décisions liées à l'investissement et au financement, les flux monétaires anticipés de l'entreprise, leurs chronologies, et leurs degrés de risque.

Les théories classiques en matière de politique de dividendes prônent l'idée selon laquelle, ce qui est bon pour la firme l'est aussi pour la totalité des actionnaires. En d'autres termes, une politique de dividende généreuse ne peut qu'augmenter la valeur de la firme.

A l'opposé, les tenants de la neutralité de la politique de dividende, dont les chefs de file, Modigliani et Miller développent une autre version.

3.1. La thèse de Modigliani et Miller(1961)

En 1961 Modigliani et Miller ont défendu la thèse de neutralité de la politique des dividendes sur un marché parfait.

Afin de prouver leurs propositions, ils posent les hypothèses suivantes :

- Il n'y a pas de distorsion fiscale entre taxation des dividendes et gains en capital ;
- Les investisseurs sont rationnels et il n'existe pas d'asymétrie d'information (présence d'un marché efficient).
- Il n'y a pas ni d'imposition, ni coût de transaction, ni frais d'émission ;
- L'environnement est certain, c'est-à-dire qu'aussi bien les programmes d'investissement, que les bénéfices futurs sont connus d'avance. Il y'a absence de tout risque économique ou financier.

Partant de ces hypothèses, Modigliani et Miller démontrent que la valeur de la firme n'est déterminée que par la capacité bénéficiaire de ses actifs et que par conséquent, la façon

⁸ F. Sharpe, (1964), «Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk», Journal of finance, Vol.19, P.25-27.

dont les bénéfices sont répartis entre dividendes et réserves n'a strictement aucune incidence sur cette valeur.

En effet, selon ces deux auteurs au moment où la firme prend la décision d'investir, elle doit également décider soit de conserver ses bénéfices, soit de payer des dividendes, et par conséquent, d'augmenter son capital en émettant de nouvelles actions, d'un montant égal aux dividendes distribués.

Modigliani et Miller pensent que la diminution du prix de l'action sur le marché, due au recours de financement externe, est totalement compensée par l'augmentation de ce même prix suite au paiement de dividende. Par conséquent, l'actionnaire serait totalement indifférent entre la distribution de dividendes ou la rétention des bénéfices.⁹

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

3.2. Les critiques du modèle de Modigliani et Miller (1961)

- Certains auteurs pensent que le résultat de neutralité de la politique des dividendes obtenu par Modigliani et Miller découle directement de leur hypothèse d'environnement certain.

Selon eux, le cadre incertain des marchés réels fait que les actionnaires ne soient pas du tout indifférents entre des gains en capital et des gains en dividendes : étant par nature averses au risque, ils préfèrent obligatoirement les dividendes.

- La seconde critique qui a été faite au modèle de Modigliani et Miller est reliée au problème d'incertitude et à la préférence qu'ont les investisseurs pour les gains en dividendes.

Se basant sur la théorie de la signalisation, plusieurs chercheurs affirment que les dividendes représentent un vecteur d'information.

Cet argument suppose que les dividendes ont un effet positif sur le prix de l'action, donc sur la valeur de la firme, parce qu'ils donnent aux investisseurs une information sur la capacité bénéficiaire de l'entreprise.

Selon les auteurs classiques, dont les plus ardents Gordon et Shapiro, les investisseurs auraient une préférence pour les dividendes élevés. Ainsi Gordon et Shapiro partent du fait que les investisseurs sont généralement averses au risque, pour dire qu'un dividende reçu maintenant, est moins risqué qu'un gain en capital appelé à être perçu dans le futur.¹⁰

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

⁹ SOUSSAN Salim, « Les déterminants de la structure du capital » mémoire de fin d'études de master, Université de Bouira, 1999.

¹⁰ CHARREAUX Gérard, « Les mesures de la création de valeur : fondements théoriques et limites », Revue Echanges, N°150, 1998, P.50-53.

Selon les partisans de cette école, la politique de dividendes optimale est fonction d'une part des opportunités d'investissement de la firme et d'autre part, de la préférence des actionnaires pour les dividendes.

En conclusion, Modigliani et Miller ont démontré que sur un marché parfait dont les caractéristiques ont peu de lien avec la réalité, la valeur de l'entreprise ne dépend pas de sa structure de financement. Selon eux, ce qui détermine la valeur de l'entreprise n'est autre que l'ensemble des flux financiers qu'elle produit et ceux quel que soit la répartition ultérieure de ces flux entre actionnaires et créanciers. A l'égard de la politique de distribution de dividendes, dans un monde parfait, Modigliani et Miller, ont montré que les actionnaires sont indifférents de la politique adoptée par la société et ils parviennent même à prouver que la valeur de la firme est indépendante de sa distribution de dividendes.

Section 2 : Les théories financières modernes

La neutralité du financement sur la valeur de l'entreprise correspond aux prédictions de la théorie lorsque celle-ci est développée dans le cadre d'hypothèses qui font des coûts de fonctionnement du mode d'organisation considéré quel qu'il soit, marché ou organisation administrée ; or le marché, ou toute autre forme d'organisation efficiente par ailleurs, ne fonctionne pas sans coûts, que ces derniers soient des coûts de dysfonctionnement du mode d'organisation ou bien des coûts monétaires engagés pour favoriser la bonne marche de l'organisation économique et financière.

L'existence de coûts de fonctionnement de tout mode d'organisation peut remettre en cause le principe de la neutralité des modes de financement sur la valeur ; dans la mesure où il peut en résulter une perte de valeur qui ne peut être que dommageable, il faut s'interroger sur la manière d'y remédier ; tel est l'objet central des courants de pensée que nous allons aborder dans cette section.

1. La théorie financière de l'agence

L'article séminal publié en 1976, par Michael Jensen et William Meckling a été considéré comme le premier article d'importance remettant véritablement en cause le référentiel établi par Modigliani et Miller pour analyser la politique financière; on peut même prétendre qu'il constitue un nouveau référentiel. Le cadre établi par Modigliani et Miller restait très sommaire, même si on tient compte des avancées liées aux modèles d'évaluation du risque successifs. Deux classes d'agents y sont implicitement considérées, les actionnaires et les créanciers ; les dirigeants gèrent conformément aux intérêts des actionnaires et recherchent la maximisation de leur richesse ; il n'y a pas d'asymétrie d'information. Enfin, la firme en tant que mécanisme institutionnel est ignorée. Jensen et Meckling fondent au contraire leur approche de la finance sur une vision originale de la firme, considérée comme

un ensemble de relations contractuelles, nœud de contrats librement négociés entre les parties pour reprendre l'expression des pères de la théorie, Jensen et Meckling.¹¹

Dans ce cadre, les principales composantes de la politique financière deviennent des moyens de résoudre les conflits qui existent entre dirigeants, actionnaires et créanciers, et qui naissent des divergences d'objectifs et des asymétries d'information qui entraînent les phénomènes traditionnels de risque moral et de sélection adverse.

Le **risque moral** naît de l'impossibilité pour le principal d'évaluer l'effort fourni par l'agent ; par exemple, les actionnaires sont dans l'incapacité d'apprécier, compte tenu de la complexité, la qualité de la gestion assurée par les dirigeants.

Le phénomène de **sélection adverse** trouve son origine dans l'impossibilité qu'a le principal d'avoir une connaissance précise des caractéristiques du bien ou du service sur lequel porte le contrat avec l'agent ; ainsi, en cas d'introduction en bourse, les investisseurs, contrairement aux dirigeants/propriétaires, ne connaissent pas précisément les caractéristiques de l'entreprise.

La théorie financière de l'agence se développe autour des relations contractuelles de nature particulière que sont les relations d'agence. La relation d'agence est une forme d'organisation économique et sociale ancienne et répandue. Selon Ross (1973), une relation d'agence apparaît entre deux individus (ou plus) lorsque l'un, l'agent ou le mandataire, agit comme représentant pour le compte du second désigné comme le principal ou mandant. Jensen et Meckling (1976) donnent une définition proche de celle de Ross. Pour ces deux auteurs, une relation d'agence « est un contrat selon lequel une ou plusieurs personnes, le principal ou mandant, engagent une autre personne, l'agent ou le mandataire, pour accomplir des services en leur nom, services qui impliquent la délégation d'un pouvoir de décision au profit de l'agent. Dans ce cas, puisque chaque acteur vise à maximiser sa fonction d'utilité, les agents ne vont pas toujours agir dans l'intérêt de leurs mandants. Ils vont probablement adopter un comportement d'opportuniste servant à augmenter leur richesse. Ceci va engendrer des conflits d'intérêts entre les différentes parties en présence. Ces conflits génèrent des coûts appelés par Jensen et Meckling coût d'agence. Ces derniers sont de nature diverses et sont pour l'essentiel supportés par le mandant. A la suite de Jensen et Meckling, on distingue généralement les coûts d'agence suivants :

- **Les coûts de surveillance** : sont des dépenses engagées par le mandant pour observer les agissements du mandataire ; ce sont des coûts de contrôle supportés directement par le mandant en vue de limiter les actions aberrantes du mandataire.
- **Les coûts de justification** : sont des dépenses engagées par le mandataire afin de justifier la qualité de ses décisions et de se dédouaner aux yeux du mandant ; il s'agit de coûts qui visent à convaincre le mandant que les actions entreprises servent ses intérêts et/ou ne lui portent pas préjudice.

¹¹ JENSEN Michael, MECKLING William, « The theory of the firm: managerial behaviour agency costs and ownership structure », Journal of financial economics, 1976, P.21.

- **Les coûts résiduels** : Sont des coûts d'opportunités. Autrement dit, sont des coûts liés à l'abandon par le mandant du contrôle des agissements du mandataire, lorsque les coûts de surveillance excède les avantages que le mandant peut en tirer.

1.1. L'origine des conflits : de Bearle et Means à Jensen et Meckling

Dans leur ouvrage intitulé « The modern corporation and private property » paru en 1932, Bearle et Means observent le développement des sociétés par action (SPA) où la séparation entre propriété des capitaux détenus par les actionnaires et la gestion de la firme confiée à des personnes spécialisées dans cette activité (managers).¹²

Dans les SPA, le management est assuré par les dirigeants qui sont amenés à gérer les intérêts des actionnaires par la gestion des ressources qu'ils apportent et par le contrôle des investissements et la pérennité de l'entreprise. Les actionnaires bénéficiaient certes des profits générés par l'entreprise, ils se contentent de percevoir des dividendes substantiels et souhaitent que le cours de leurs actions soit le plus élevé, il est donc peu probable que les dirigeants prennent soin des intérêts des actionnaires avec la même vigilance que s'il s'agit de leur propre capital car ils ne détiennent au mieux qu'une partie des actions de la firme.

Alors, les managers peuvent avoir d'autres objectifs en tête en poursuivant leurs propres intérêts au détriment des intérêts des actionnaires, ils peuvent privilégier la croissance de la firme pour renforcer leurs pouvoirs et accroître le prestige de leur fonction et surtout d'avoir des projets grandioses et non rentable.

Ces comportements opportunistes des agents, la divergence d'intérêts entre actionnaires et dirigeants qui en résultent, la conception de la firme comme un nœud de contrat et l'existence de cash-flows excédentaires sont les conditions pour faire naître une relation d'agence.

1.2. La politique d'endettement et de distribution de dividendes comme solution aux conflits entre actionnaires et dirigeants

Selon B.Coriat et O.Weinstein,(les nouvelles théories de l'entreprise,2005), la théorie de l'agence se focalise sur les questions suivantes :

-Comment construire un système d'incitation et de surveillance qui conduit l'agent à se comporter d'une façon à ne pas léser les intérêts du principal ?

-Comment concevoir, en situation imparfaite, un système d'agence qui s'approche le plus de l'efficacité obtenu en information parfaite par les mécanismes de marché décrits par la micro-économie standard ?¹³

Afin de répondre à ces deux questions, la théorie de l'agence considère la distribution de dividendes et les principales composantes de la politique de financement comme moyens permettant de résoudre les conflits entre les différentes parties prenantes de l'entreprise.

¹² LY-BARO Fatimata, « Structure financière de l'entreprise », economica, Paris, 2002, P.29.

¹³ BEITONE Alain, CAZARLA Antoine, DOLLO Christine, DRAI Anne Mary, « Dictionnaire de science économique », 3^e édition revue et augmentée.

1.2.1 La politique d'endettement

Dans le cadre de la théorie de l'agence, l'endettement permettrait aux dirigeants et aux actionnaires d'adhérer aux mêmes objectifs. Jensen et Meckling trouvent que d'endettement est le meilleur moyen pour résoudre les conflits qui existent entre les actionnaires et les dirigeants dû à la divergence d'intérêts et d'objectifs. Pour les dirigeants, l'endettement à un pouvoir d'incitation à la performance.¹⁴ Plus une entreprise est endettée, plus le risque de faillite est élevé. Or pour les dirigeants, la faillite signifie généralement la perte de leur emploi, de leurs rémunérations, et de leurs avantages pécuniaires. Ils sont donc conduits à maximiser les profits et la valeur de la firme. Pour les actionnaires, la croissance constitue un objectif prioritaire, et le financement de cette croissance suppose l'émission d'actions nouvelles ou le recours à l'endettement. L'augmentation du capital présente l'avantage de la répartition des risques, mais il accroît la dilution du capital avec les pertes d'utilité qui en résultent. L'endettement augmente les risques et dans ce cas les actionnaires sont obligés d'adopter le même comportement que les dirigeants. La théorie de l'agence indique que les dirigeants donnent aux actionnaires, par le choix d'une structure financière endettée, l'assurance d'une conformité à leurs intérêts.

1.2.2. La politique de distribution de dividendes

Les dividendes sont certes considérés comme une source des conflits, mais peuvent être utilisés aussi comme un moyen de résolution des conflits existants au sein de l'entreprise entre les divers partenaires de la firme. Dans les approches théoriques classiques, la position de référence élaborait par Modigliani et Miller (1961) est celle de la neutralité de la politique de dividende mais cette thèse ne prend pas en compte la possibilité de l'asymétrie informationnelle ou des conflits d'intérêts entre les partenaires de l'entreprise. La politique de dividende véhicule en destination du marché des informations sur les résultats de l'entreprise. Ces informations peuvent être perçues comme des signaux qui renseignent sur la situation, la qualité de la gestion et le comportement des dirigeants. Un tel signal constitue un moyen de résolution des problèmes de sélection adverse et de risque moral. Dans les entreprises où les dirigeants ne détiennent aucune part significative du capital (la fragmentation de l'actionariat affaiblit le contrôle et donne le pouvoir aux dirigeants), la distribution de dividende constitue un moyen efficace pour contrôler les dirigeants puisque ces versements sont compensés par des fonds nouveaux sur le marché et minimise les coûts de contrôle des dirigeants par les actionnaires.

Toutefois, ces mécanismes utilisés par le conseil d'administration pour discipliner les dirigeants, peuvent en retour être adoptés par les pourvoyeurs de fonds, afin d'appréhender la situation financière de l'entreprise.

2. La théorie de signal

La théorie des signaux se fonde sur l'hypothèse d'asymétrie informationnelle qui fait que les différents acteurs ou agents économiques concernés par l'entreprise n'ont pas la même

¹⁴ HIRIGOYEN Gérard, JOBARD Jean Pierre, « Financement de l'entreprise : évolution récente et perspectives nouvelles », Economica, Paris, 1997, P.67.

information (les dirigeants d'une entreprise disposent d'une information supérieure aux pourvoyeurs de fonds), cet environnement est supposé imparfait et asymétrique de sorte que les agents mieux ou bien informés envoient des signaux aux agents moins ou mal informés pour leur indiquer la qualité de gestion de l'entreprise.

Les dirigeants considérés comme mieux informés sur la situation de l'entreprise devraient communiquer leur anticipation sur l'avenir de l'entreprise pour permettre aux investisseurs de se faire une idée sur la gestion de la firme. Ils devraient également signaler les caractéristiques de leurs politiques de financements. L'une des principales modalités de signalisation la plus pertinente est lorsque les dirigeants d'une l'entreprise détiennent des actions de la société qu'ils dirigent si les conditions sont favorables mais, ils les dessaisissent dans le cas contraire. La participation des dirigeants dans le capital de l'entreprise constitue un excellent signal pour les investisseurs et le reste du marché.

2.1. L'endettement : un signal fait au marché

Face à la difficulté des investisseurs de se faire une idée sur la qualité de gestion des firmes en raison d'une asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les actionnaires, les pourvoyeurs de fonds seront toujours à la recherche d'un signal leur permettant d'espérer une rentabilité supérieure ou un risque moindre. De ce fait, l'augmentation de l'endettement constituerait un bon signal sur la qualité de la firme et de ses investissements. Le raisonnement est le suivant : en ayant recours à l'endettement, les dirigeants informent les investisseurs de la solidité de leurs projets. En cas d'émission de faux signal (les projets n'étaient, en fait, pas bons), les dirigeants sont supposés être sanctionnés par la perte de leur situation du fait des difficultés financières dans lesquelles l'entreprise va se trouver, car on ne peut pas comprendre qu'un dirigeant sachant un projet est très risqué et peu rentable, s'endette pour le financier. Ainsi, en plus d'avoir un rôle disciplinaire, l'endettement représenterait un bon signal pour les investisseurs.¹⁵

Même si l'augmentation de l'endettement comporte un message fort pour les investisseurs sur la performance de l'entreprise, une entreprise qui s'attend à réaliser des bénéfices faibles ne pourra pas adopter une politique d'endettement important pour deux(02) raisons :

- L'avantage fiscal dû à l'endettement ne peut pas dépasser son faible bénéfice
- L'endettement augmente considérablement son risque de faillite

Dans ce cas, les coûts engendrés par la dette seront très élevés pour être compensés, l'entreprise peu performante ne peut pas s'engager à supporter une sortie des cash-flows régulière due au remboursement de la dette.

2.2. La distribution de dividendes et signalisation

Partant de l'hypothèse qu'il existe une asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les investisseurs, la distribution des dividendes aux actionnaires permet aux dirigeants d'envoyer un signal au marché sur le vrai type de leur entreprise. Ce signal est largement plus

¹⁵ ALBOUY Michel, «Décisions financières et création de valeur »,Economica, Paris, 2003, P.355.

crédible que toute autre forme de communication car il a l'avantage de la simplicité et de la visibilité. Enfin, il véhicule de l'information sans révéler des détails sensibles qui pourraient profiter la concurrence. Ce déséquilibre de nature informationnel fait que les investisseurs évaluent l'entreprise à partir de la distribution de dividende (pour Battacharya le dividende signale la qualité du cash-flow d'exploitation futur) qu'ils perçoivent comme des signaux transmis au marché et permettant de montrer les vraies caractéristiques de l'entreprise. En effet l'établissement d'une politique de dividende et en particulier la politique de stabilisation du dividende comme celle que mènent ou s'efforce de mener les sociétés cotées en bourse engendre de attentes de la part des investisseurs.²

L'intérêt d'une activité de signalisation par le dividende s'explique par le phénomène d'aléa moral car en absence de signalisation, les investisseurs seront dans l'incapacité d'apprécier les qualités distinctives des firmes, et les évalueraient seulement sur la base de leur perception de la valeur moyenne.

Ce modèle de signalisation élaboré en matière de politique de dividende est loin de fournir une explication satisfaisante du comportement des firmes en la matière. Tout d'abord, les hypothèses restrictives sur lesquelles il est fondé ne portent pas la marque d'un très grand réalisme. Ensuite, il suggère l'existence de politiques optimales de distribution, mais ne fournisse pas de critères permettant de fonder une explication des différences observées entre les firmes. Enfin, il crée une série de difficultés et de confusions en présentant de structures explicatives pour le niveau de l'endettement et celui du dividende apparaissent comme des signaux interdépendants.¹⁶

En plus de ces deux théories modernes, une autre analyse de la politique de financement a été proposée par Williamson conduisant à une conception très différente de la décision de financement.

3. Théorie des coûts de transaction

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

La différence majeure entre la théorie de l'agence et celle du coût des transactions réside dans ce que Jensen (1983) appelle l'« unité d'analyse élémentaire ».

Pour les tenants de la théorie de l'agence, l'unité d'analyse élémentaire est l'individu, qui propose un mécanisme contractuel afin de résoudre à son avantage le conflit d'intérêt. Pour les tenants de l'économie des coûts de transaction, l'unité d'analyse élémentaire est la transaction elle-même.

¹⁶ COBBAUT Robert, Op. Cit, P.459.

Autres différences entre les deux(02) théories sont que : la théorie de l'agence met en place un dispositif contractuel ex-ante pour évaluer les conséquences de divergence d'intérêt, alors que la théorie des coûts de transaction permet la mise en place d'un dispositif contractuel destiné à fonctionner ex-post.¹⁷

La théorie des coûts de transaction cherche à opérationnaliser les activités afin d'améliorer l'efficacité des entreprises. Le choix d'organiser les transactions dépend des coûts liés. De ce fait, Coasse et Williamson ont essayé d'analyser deux mécanismes fondamentaux, le marché et la hiérarchie, afin de savoir lequel préféré.

Coasse et Williamson ont expliqué que les mécanismes du marché touchent leurs limites quand les transactions qui s'opèrent sur le marché atteignent un coût trop important, si le coût de la transaction est trop élevé pour un fournisseur, pour négociateur, pour payer le prix demandé, pour se faire livrer en temps et en heure, au bon endroit, au bon niveau de qualité alors l'acheteur a plus d'intérêt à le faire lui-même à intégrer l'activité c'est-à-dire à construire en son sein une capacité à satisfaire son propre besoin, ce qui signifie que l'acheteur potentiel se détourne alors du marché pas assez efficace et qu'il choisit de faire en interne au sein de sa hiérarchie, il évite ainsi le surcoût de la transaction. D'où deux mécanismes fondamentaux, d'une part le marché qui par le jeu de la concurrence opère comme un puissant aiguillon poussant à l'amélioration de la performance, à la réduction des coûts et à l'innovation. D'autre part, la hiérarchie c'est-à-dire l'organisation à savoir l'emboîtement intégré d'activité au sein d'une même entité opérant comme une hiérarchie qui ne passe plus commande à un fournisseur mais qui agit selon les consignes données en interne. Selon la théorie des coûts de transaction trois mécanismes sont à l'œuvre pour préférer la hiérarchie au marché.

- **La fréquence de la transaction importante** : Un acteur ne pensera pas intégrer en interne un savoir-faire dont il n'a besoin qu'exceptionnellement. A l'inverse il intégrera plus logiquement une compétence nécessaire au quotidien.
- **L'incertitude** : Face à un marché en amont tendu sur certains approvisionnements plutôt que de courir le risque de ne pas être réalimenté en temps et en heure, l'acteur peut préférer intégrer l'activité en son sein.
- **Les actifs spécifiques** : Rares sont les acteurs sur le marché qui disposent d'une machine indispensable pour une fourniture. Dans ce cas, l'acteur peut préférer acquérir l'équipement rare pour s'autoalimenter.

En ce sens, la théorie des coûts de transactions fréquence, incertitude et actifs spécifiques expliquent pourquoi les entreprises ont émergé pour pallier les déficiences du marché.

En outre, des trois théories développées ci-dessus, trois autres théories récentes ont été expliquées, afin de répondre à la problématique du comportement financier de la firme, notamment, la décision de financement.

¹⁷ DIABELET Michel, IZARD Laurent, SCARAMUZZA, « l'essentiel sur le management », Edition Berti, Alger, 2007, P.23.

4. Pecking order theory : hiérarchisation des sources de financement

Il s'agit de connaître l'ordre de préférence des choix de financement. La théorie du financement hiérarchique ou Pecking order theory (POT) a été développée par Myers et Majluf (1984)¹⁸ et qui fonde ses racines sur l'asymétrie d'information qui existe entre les acteurs internes et externes de l'entreprise.

Les dirigeants adoptent une politique financière qui a pour but de minimiser les coûts associés à l'asymétrie d'information et ils préfèrent le financement interne au financement externe. Ils les classent comme suit : financement interne (autofinancement) et le financement externe (dette classique, dette convertible et augmentation du capital par émission d'actions nouvelles).

4.1 Financement interne

C'est le financement par les bénéfices mise en réserves. 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 les travaux de Donaldson (1961) mais sa formulation théorique n'est faite qu'avec l'introduction du concept d'asymétrie informationnelle. Ainsi, le financement interne permet d'adapter une politique de distribution de dividendes en fonction de ses cash-flows espérés sans pour autant fournir l'information sur ses projets qui pourrait être utilisée par ces concurrents.

4.2 Financement externe

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

5. théorie du compromis ou Trade-off theory (TOT)

Cette théorie s'inscrit dans la littérature initiée par les travaux de Modigliani et Miller en 1958, lesquels démontrent sous l'hypothèse de la perfection du marché, la structure financière est neutre vis-à-vis de la valeur de l'entreprise. Ces deux auteurs vont progressivement relâcher les hypothèses de neutralités de la structure financière afin de rapprocher la théorie de la réalité des entreprises.

Le modèle de Modigliani et Miller(1963) introduit les effets de la fiscalité sur la valeur de l'entreprise. Ainsi, la valeur de marché des entreprises endettées se trouve maximisée grâce à la déductibilité des charges fiscales. De ce fait, est né la théorie du compromis optimal.

Cette théorie repose sur un principe méthodologique classique dans le raisonnement économique, la maximisation sous contraintes. En supposant qu'il existe implicitement une répartition optimale entre dettes et fonds propres, le raisonnement marginaliste permet

¹⁸ MYERS S., « The Capital Structure Puzzle », Journal of Finance 39, 1984, P.575-592.

d'ajuster la structure financière en fonction des avantages et des coûts des fonds propres et de l'endettement.

6-La théorie de Market Timing

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

On entend par « Market Timing » ou « opération d'arbitrage sur la valeur liquidative » : l'opération consistant à tirer profit d'un éventuel écart de cours (valorisation). Selon cette théorie, les firmes émettent des actions lorsque les cours sont élevés et les racheter lorsque ceux-ci sont en baisse. Le comportement de financement édicté par cette théorie est empiriquement prouvé (Becker et Wurgler 2002, Korajczyk et Levy 2003, Lemmon et Zender 2003 et Autore et Kovacs 2005).

Becker et Wurgler (2002) concluent que la structure financière d'aujourd'hui d'une entreprise résulte, non de choix conscient de ratio dettes / capitaux propres cible, mais de l'accumulation de décisions prises dans le passé en fonction du contexte financier.¹⁹

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

Les deux auteurs ont également démontré que les entreprises peu endettées ont été celles qui ont procédé à des augmentations de capital quand leur valorisation relative (mesurée par le rapport valeur des capitaux propres / montant comptable des capitaux propres) était généreuse et vice versa, même si les dirigeants avaient toujours en tête un ratio dettes/fonds propres, que l'entreprise qui procède à une augmentation de capital devrait dans la foulée s'endetter pour faire de nouveau converger sa structure financière vers ce ratio cible. Ils ont démontré aussi que 70% de la structure financière actuelle est expliquée par des décisions prises, il y'a plus de 10 ans et donc par les niveaux de valorisations relatives à l'époque.

7. La gouvernance d'entreprise

Le concept de gouvernance d'entreprise est très ancien : il est déjà présent dans l'œuvre d'Aristote, où la bonne gouvernance est mentionnée dans la description d'un Etat dirigé par un gouverneur éthique et juste.

La première fois que l'expression « Corporate Gouvernance » est apparue c'était en 1932, dans les travaux d'Adolf Berle et Gardiner Means « The Modern Corporation and Private Property » et de Ronald Coase « The nature of the firm » qui ont introduit ce concept dans le monde privé suite à la fameuse crise de 1929 qui a entraîné la défaillance des systèmes de contrôle.

¹⁹ MODIGLIANI F. & MILLER M., Op Cit, P.261.

7.1. Définitions et fondements de la gouvernance

A la suite des changements économiques intervenus ces dernières années, plusieurs débats se sont ouverts concernant les prises de contrôle, les rémunérations des dirigeants et leurs responsabilités, le rôle du conseil d'administration, le choix des politiques de financement et de dividendes et la structure de propriété. Ces différents débats relèvent de la corporate governance (CG). Plusieurs auteurs ont proposé des définitions qui semblent un peu différentes.

7.1.1. Définitions

Pastré (1994) définit le gouvernement des entreprises comme « l'ensemble des règles de fonctionnement et de contrôle qui régissent, dans un cadre historique et géographique donné, la vie des entreprises »²⁰

Selon Turnbull (1997), « le gouvernement des entreprises décrit tous les facteurs qui affectent le processus institutionnel. Ces facteurs incluent ceux en relation avec la désignation de contrôleurs et/ou de régulateurs impliqués dans l'organisation de la production et de la vente des biens et services »²¹

Charreaux (1997) propose de définir le concept d'une manière plus précise. Selon lui, « le CG recouvre l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire »²²

Par ailleurs, Shleifer et Vishny (1997) soutiennent que le « Corporate Governance » traite des moyens avec lesquels les pourvoyeurs de fonds s'assurent de percevoir une rémunération convenable de leur investissement.

7.1.2. Les fondements théoriques de la gouvernance d'entreprise

Historiquement, le concept de gouvernance d'entreprise est apparu avec les travaux de Bearle et Means (1932), dans lesquelles ils insistent sur l'émergence des firmes managériales et la séparation de la propriété et du contrôle, ce qui est à l'origine du problème d'agence. Cette conception de la gouvernance a conduit à privilégier l'étude des mécanismes censés contraindre les dirigeants à gérer dans l'intérêt des investisseurs. L'attention est donc portée sur la façon dont les investisseurs extérieurs se protègent contre les comportements opportunistes des dirigeants.

²⁰O.Pastré, « le gouvernement d'entreprise: questions de méthodes et enjeux théoriques », Revue d'Economie Financière, volume 31, Hiver 1994, P.18

²¹SHANN Turnbull, « Corporate governance: Its scope, concerns and theories ». Corporategovernance, volume 5, numéro 4, octobre 1997, P.181

²²WIRTZ Peter, « Evolution institutionnelle, schémas mentaux et gouvernement des entreprises : Le cas Krupp-Thyssen », Finance-Contrôle-Stratégie, volume 2, n°1, mars 1999, P.123.

Progressivement, la vision de la gouvernance d'entreprise a dépassé cette conception étroite en accordant davantage de poids à la création de valeur pour l'ensemble des partenaires. Beaucoup d'auteurs ont essayé d'aller plus loin pour montrer que la gouvernance d'entreprise ne se limite pas seulement aux conflits pouvant exister entre les dirigeants et les actionnaires. Charreaux et Desbrieres (1998) soulignent que l'approche de la gouvernance basée sur une représentation de la valeur orientée seulement vers les actionnaires apparaît incomplète. Cette vision se réfère à la fois à la détermination de la valeur ajoutée des entreprises et à la répartition de celle-ci entre les parties prenantes de l'entreprise. Dans ce cas, la gouvernance engloberait aussi la question de la responsabilité sociale des entreprises, en intégrant les préoccupations sociales, environnementales et économiques dans leurs activités et dans leurs interactions avec leurs parties prenantes.

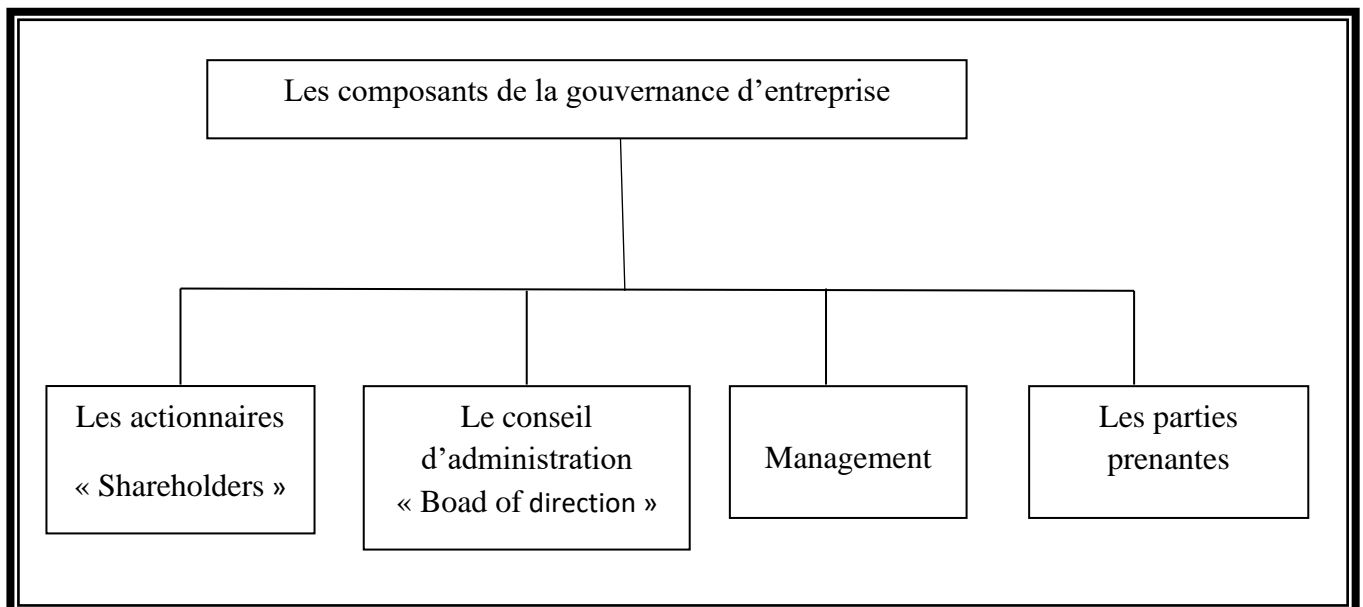
Afin d'éviter certains comportements influençant la gérance de la firme, un mécanisme de gestion et de bonne conduite a été mise en place.

7.2. Les composants de la gouvernance d'entreprise

Les actionnaires, les dirigeants et le conseil d'administration sont parmi les « stakeholders » les plus actifs et les plus décisifs au sein de l'entreprise et dans la littérature.

Le schéma ci-dessous montre, les différents composants de la gouvernance d'entreprise.

Figure N°01: Les composants de la gouvernance d'entreprise



Source: BANCEL Frank « la gouvernance d'entreprises », éd Economica 1997.P.11.

- **Les actionnaires « shareholders »** : ils sont les détenteurs du pouvoir au sein de l'entreprise, et sont appelés à l'allouer partiellement ou totalement aux mandataires sociaux. En se débarrassant de la gestion, ils cèdent aux dirigeants le droit de propriété virtuel contre la perception d'une rémunération équitable.
- **Les dirigeants** : ils sont liés aux actionnaires par un contrat et sont appelés à exercer le pouvoir alloué par ces dernier pour maximiser leurs intérêts.
- **Le conseil d'administration** : il est appelé à évaluer et à ratifier les décisions stratégiques et à contrôler l'exercice du pouvoir et la latitude managériale des dirigeants.
- **Les parties prenantes « stakeholders »** : le concept des parties prenantes désigne tous les partenaires extérieurs de l'entreprise, cette expression d'origine anglais (elle est la traduction du mot stakeholder) englobe ainsi tout à la fois les partenaires économiques de l'entreprise en particulier, les fournisseurs et clients, et pourquoi pas concurrents, les actionnaires, investisseurs institutionnels, syndicats, mais aussi et surtout ceux qui sont touchés par l'activité de l'entreprise, même si celle-ci n'en a pas toujours conscience au même degré : collectivités locales, défenseurs de l'environnement, et Organisation Non Gouvernementales (ONG).

Toutefois, pour définir la légitimité à gouverner une entreprise, les gestionnaires distinguent trois pouvoirs détenus par les « shakeholders » internes.

7.3. Les pouvoirs constituant la gouvernance d'entreprise

Pour toute entreprise et quelle que soit le mode de fonctionnement, trois pouvoirs sont impliqués dans sa gouvernance²³:

7.3.1. Le pouvoir souverain

Il assume la continuité de l'entreprise en sanctionnant, en dernier ressort, l'orientation de l'entreprise et en légitimant ceux qui en décident. Ce pouvoir est généralement détenu par « les actionnaires ». La question importante est de préciser le contenu de leur pouvoir souverain, les responsabilités qui leur incombent et les moyens concrets de les exercer.

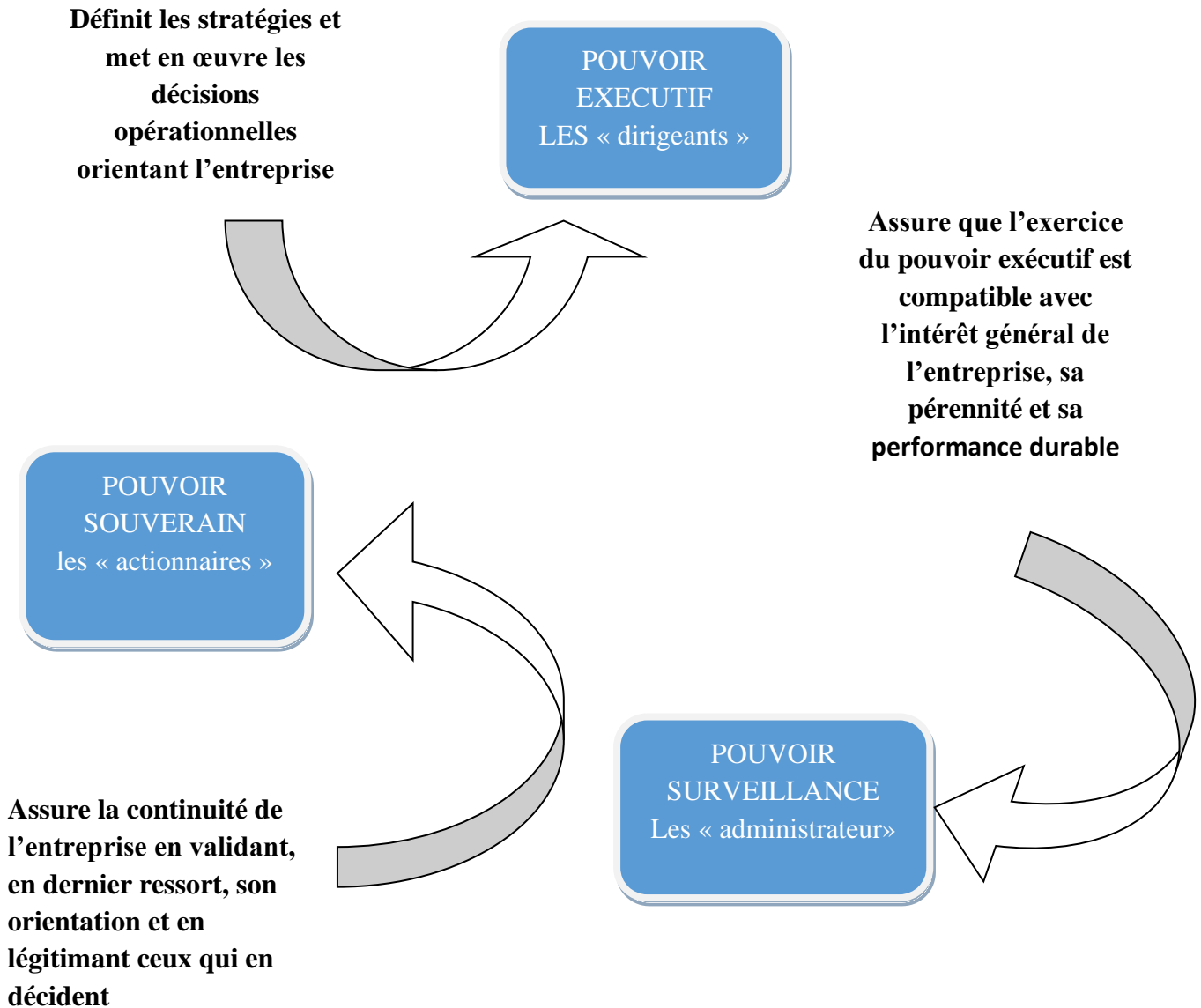
7.3.2. Le pouvoir exécutif

Il définit les stratégies et met en œuvre les décisions opérationnelles orientant l'entreprise, dans le cadre des pouvoirs conférés par les précédents. Ce pouvoir est assumé par « les dirigeants ».

7.3.3. Le pouvoir de surveillance

Il assure que l'exercice du pouvoir exécutif est compatible avec l'intérêt général de l'entreprise, sa pérennité et sa performance durable. Ce pouvoir est assumé par les mandataires sociaux, membres du conseil d'administration, de surveillance ou assimilés selon les types d'entreprises.

Figure N° 02 : Les pouvoirs constituant la gouvernance d'entreprise



Source : GOMEZ Pierre-Yves « Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises françaises », Rapport au conseil d'administration de MiddleNext, Nouvelle édition entièrement revue et actualisée -Mai 2015.

7.4. Les mécanismes de gouvernance des entreprises

Il existe deux types de mécanismes à savoir : les mécanismes internes et les mécanismes externes

7.4.1 Les mécanismes internes :

Ce sont les moyens internes à l'entreprise dont disposent les actionnaires pour inciter les dirigeants à maximiser la valeur de l'entreprise.

7.4.1.1. Le rôle disciplinaire du conseil d'administration

Le conseil d'administration (CA) est le mécanisme privilégié chargé de discipliner les dirigeants, puisqu'il représente les intérêts des actionnaires (Charreaux, 1997). Dans son contrôle de décisions, le CA dispose deux moyens d'actions essentielles pour discipliner les dirigeants à savoir, le choix de leur système de rémunération et la possibilité de les révoquer (Charreaux). Ce mécanisme serait plus efficace lorsqu'il y'a la présence d'administrateurs externes indépendants, car cela permettra d'éviter le risque de collusion entre les dirigeants et les administrateurs internes.

7.4.1.2. Les modes de rémunérations des dirigeants

Il existe trois types de rémunérations : la rémunération fixe, la rémunération basée sur les mesures comptables de performance et la rémunération indexée sur la valeur des marchés des titres.²³

7.4.1.2.1. La rémunération fixe

Il s'agit d'un montant fixé à l'avance et qui ne dépend guère de la performance de l'entreprise (salaires, retraite et assurance vie) on peut s'attendre à plus cette rémunération est élevée, plus le dirigeant est incité à gérer la firme dans l'intérêt de ces pourvoyeurs de fonds. Mais il semble que ce mode de rétribution n'est pas efficace pour réduire et n'évite pas les conflits entre actionnaires et dirigeants.

7.4.1.2.2. La rémunération basée sur les mesures comptables de performance

Une partie de la rémunération du dirigeant est fixé selon un pourcentage d'un résultat comptable (EBE). Cette méthode de rémunération permet de mieux aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Mais cette méthode n'a pas empêché aux dirigeants d'adopter des politiques comptables permettant la maximisation de la partie variable de leur revenu en favorisant la performance à court terme.

7.4.1.2.3. La rémunération indexée sur la valeur des marchés des titres :

Les limites associées aux deux rémunérations déjà cité ont favorisé l'apparition d'un système plus efficace, il s'agit d'une rémunération par distribution d'action ou d'option permettant d'acquérir des actions dans le futur (stock-option). Cette méthode donne la possibilité aux dirigeants de devenir actionnaire dans l'entreprise

²³ ABAOUB Ezzedine& ELLOUZE Dorra, « Gouvernement des entreprises : les moyens de contrôle et de discipline des dirigeants », thèse de doctorat, Université de Tunis, Juin 2007, P.217.

En conclusion, les mécanismes internes de résolution du conflit entre mandant et mandataire s'avèrent inefficace et présentent des limites ne leur permettant pas d'exercer convenablement leur rôle dans la discipline et d'incitation à la performance des dirigeants. D'autres mécanismes plus efficace mais plus coûteux peuvent être aussi utilisés par l'entreprise.

7.4.2 Les mécanismes externes

Ce sont les moyens externes que l'entreprise utilise pour amener les dirigeants à se conformer aux intérêts des actionnaires dans la gestion de la firme. Il s'agit de l'environnement légal et réglementaire, le marché des biens et services et le marché des prises de contrôle.²⁴

7.4.2.1. L'environnement légal et réglementaire

Il constitue un moyen de contrôle au niveau des entreprises car il impose aux dirigeants des contraintes incitant ces derniers à gérer conformément aux attentes des actionnaires et à diminuer leur avantage pécuniaire. Par exemple l'obligation de publier des rapports annuels et toutes informations en particulier financière qui concernent l'entreprise.

7.4.2.2. Le marché des biens et services

Face au développement de la globalisation et les stratégies d'ouverture des pays dans le monde, la concurrence contraint les dirigeants à optimiser leur gestion car les entreprises mal gérées présente des coûts élevés et deviennent moins compétitives. Dans de telles conditions l'équipe dirigeante en place est menacée de disparition au profit des concurrents. Pour éviter cette menace de disparition, les dirigeants doivent œuvrer à l'amélioration du bien-être de la firme ainsi, le marché des biens et services joue un rôle important dans la bonne gestion de l'entreprise.

7.4.2.3. Le marché des prises de contrôle

Les offres publique d'achat (OPA) influence de manière directe et indirecte les comportements des dirigeants et joue un rôle disciplinaire permanent. Ce rôle disciplinaire se justifie de plusieurs manières : en premier lieu une simple menace d'OPA contraint les dirigeants à une gestion conforme aux intérêts des actionnaires. En effet, une OPA signale généralement une mauvaise gestion de la firme et peut causer la révocation du manager en place par le CA. En second lieu cette menace d'OPA incite les dirigeants à divulguer l'information qu'ils détiennent à destination des investisseurs. Enfin les fusions acquisitions permettent d'éliminer les entreprises mal gérées et de révoquer les managers non performants grâce aux transferts de contrôle.

Dans cette section, nous avons constaté que les modèles récents visant à la détermination d'une structure financière optimale ont suivi deux voies de recherches

²⁴ ABAOUB Ezzedine & ELLOUZE Dorra, Op. Cit, P.219.

différentes. Les premiers ont cherché à dépasser le caractère limitatif des coûts de faillite en faisant référence à la théorie de l'incitation et à la théorie de l'agence.

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

Pour mieux comprendre les différentes théories développées précédemment, nous allons essayer d'expliquer la notion de structure financière.

Section 3: La structure financière de l'entreprise

Après avoir déterminé un besoin de financement, l'entreprise doit estimer le montant du capital qui pourrait être infligé pour que celui-ci puisse être réalisé.

La structure financière constitue une des décisions financières les plus importantes pour une entreprise, car l'objectif premier de toute entreprise ou de tout dirigeant consiste à déterminer une structure financière optimale afin de maximiser sa valeur et de minimiser le coût du capital.

1. Définition de la structure financière

Comprendre la structure financière consiste à étudier les différentes composantes du patrimoine de l'entreprise. Lorsqu'on parle de la structure financière, on fait référence à l'ensemble des ressources qui permettent à l'entreprise de financer ses projets d'investissement et son cycle d'exploitation, qu'il s'agisse de capitaux propres ou des dettes.

Le terme structure financière est un ensemble de concepts qui a plusieurs significations.

Dans son sens large, la structure financière d'une entreprise c'est l'ensemble des ressources qui finance l'entreprise, qu'ils s'agissent de capitaux propres, des dettes à long terme, des dettes à court terme ou des ressources d'exploitations.²⁵

Dans ce sens, l'étude de la structure financière d'une entreprise permet de connaître les emplois d'une entreprise et leur mode de financement, ce qui implique la notion d'équilibre entre l'origine des fonds et leur utilisation, c'est-à-dire l'adaptation des emplois aux ressources qui les ont financées. Des économistes comme BARREAU et DELAHAYE

²⁵ G. Depallesns et J. Jobard, « Gestion financière de l'entreprise » 11^{ème} édition DUNOD, Paris, 1997, P.811.

(1985), abordent dans la même optique en affirmant qu'analyser la structure financière d'une entreprise est de porter un jugement sur les équilibres financiers fondamentaux.²⁶

Dans un sens plus étroit, la structure financière de l'entreprise renvoie à la proportion des dettes bancaires et des capitaux propres dont elle dispose pour financer son activité. En d'autres termes, le rapport entre les dettes et les capitaux propres. La structure financière est variable, elle dépend des contraintes financières liées à la nature des activités développées par les entreprises et aux décisions de financement prises par leur dirigeant en matière d'investissement.

Selon Elie COHEN, la référence au concept de « structure financière » procède essentiellement de l'idée selon laquelle, le bilan d'une entreprise ne constitue pas une simple juxtaposition d'encours, la superposition contingente d'éléments disparates. Elle constitue bien des relations significatives et des ajustements favorables entre composantes du patrimoine.²⁷

Etudier la structure financière d'une entreprise revient à savoir quels actifs sont financés par fonds propres et quels autres actifs sont financés par dettes. Pour financer une immobilisation, l'entreprise doit recourir à un financement long et pour financer son cycle d'exploitation, il est logique de recourir à un financement court. En d'autre terme, C'est le bilan d'une entreprise qui permet d'obtenir la meilleure image de la structure financière d'une entreprise. Il sert de base pour étudier la structure financière puisqu'il fournit la balance comptable des ressources et leur emploi.

2. Objectif de la structure financière

L'analyse de la structure financière de l'entreprise est motivée par plusieurs objectifs à savoir :

- L'analyse de la solvabilité et de la solidité financière de l'entreprise c'est-à-dire connaître la situation financière d'une entreprise en une date donnée en se posant les questions suivantes :

L'entreprise est-elle rentable ?, A-t-elle la capacité de rembourser ses dettes ?

Quel est son degré d'indépendance financière ?,

Les ressources stables financent-elles les emplois stables ?

- La mise en lumière des quatre grandes masses bilancielle et leur appréciation à partir de l'équation financière minimum et des éléments qui influent sur l'équilibre du bilan.

²⁶ BARREAU et DELAHAYE, « gestion financière » 12^{ème} édition, édition DUNOD, Paris, 1985, P.400.

²⁷ COHEN Elie, « Analyse économique et financier », Edition Economica, Paris, 2006, P.203.

- La structure financière permet aussi de porter un jugement sur la santé financière de l'entreprise en examinant son équilibre financier.
- La structure financière a pour objectif d'informer les opérateurs économiques mais aussi l'ensemble des parties prenantes (internes : dirigeants, salariés et syndicats ; externes : clients, fournisseurs, actionnaires et créanciers) de l'entreprise. En ce sens, la structure financière est nécessaire pour :

Les responsables : Elle permet d'évaluer la santé financière de l'entreprise afin d'orienter leurs décisions vers une utilisation plus rationnelle des ressources.

Les bailleurs de fonds : La structure financière constitue un indicateur fiable avant d'accorder un crédit ou de prêter de l'argent à une entreprise.

L'Etat : La structure financière renseigne sur la fiscalité dans la mesure où elle est fonction du bénéfice, ce dernier est tributaire de la bonne situation financière de l'entreprise.

3. Les déterminants de la structure financière

L'entreprise, pour financer ses activités a besoin de fonds et chaque fois que les besoins sont déterminés, le directeur financier procède au choix des sources de financement les plus importantes. Le choix d'une telle ou telle source de financement est fonction de certains paramètres notamment, la taille de l'entreprise, le levier financier, le taux de croissance, le coût du capital...

3.1. La taille et l'âge des entreprises

L'étude de la taille de l'entreprise sur la structure financière n'a pas été démontrée dans le cadre d'un modèle théorique bien particulier mais dans la plupart des études empiriques. Fakhfakh et Ben Atitallah (2004) de même qu'Achy et Rigard (2005) affirment qu'une entreprise de grande taille est généralement associée à un niveau d'endettement élevé.²⁸ En outre les entreprises de grande taille peuvent assumer un risque financier plus important et ont également une plus grande facilité d'accès aux marchés financiers (Colot et Croquet 2007). Les grandes entreprises ont un niveau d'endettement plus élevé que les petites entreprises. Un autre atout dont bénéficie une grande entreprise est sa capacité de diversification des activités qui lui permet de réduire la volatilité de ses cash flows. D'après l'étude de Rajan et Zingales 1995, les chercheurs ont constaté qu'il existe une relation positive et significative entre la taille de l'entreprise et le niveau d'endettement et cela veut dire que le niveau d'endettement augmente avec l'augmentation de la taille de l'entreprise.

Pour ce qui est de l'âge, les entreprises les plus anciennes utilisent moins la dette puisqu'elles sont censées avoir accumulées au cours de leur existence un montant important de fonds propres grâce à l'autofinancement. Ce postulat de la théorie financière est repris par Achy et Rigard pour expliquer l'endettement à long terme sur les entreprises manufacturières.

²⁸ KOUAO Guy Serge, « Incidence des facteurs institutionnels dans l'évolution de la structure financière des entreprises », thèse de doctorat université Montesquieu-Bordeaux IV, Novembre 2011, P.49.

Toutefois, ces auteurs rappellent que ces résultats ne sont pas valides dans une conjoncture économique relativement stable sur une longue période. Mais dans un environnement instable, les problèmes de financement sont récurrents et l'asymétrie informationnelle plus forte. Dans ces conditions, l'âge de l'entreprise, comme signal de sa maturité et de sa pérennité, devient un facteur discriminant important.

3.2. L'actif immobilisé

La présence d'actifs physiques dans le bilan de l'entreprise a un impact non négligeable sur son niveau d'endettement. En effet ces actifs constituent une garantie incontestable pour les propriétaires à l'égard des pourvoyeurs de fonds. Suivant les propositions de Jensen et Meckling (1976), les coûts d'agence de la dette peuvent être réduits si l'entreprise détient une part importante de son actif sous forme d'éléments immobilisés : de cette manière ils constituent une garantie pour les créanciers. D'après les travaux empiriques, il existe une relation positive et significative entre l'endettement et l'actif immobilisé qui a été démontré par Rajan et Zingales 1995, ainsi que Mouna Zerriaa et Hedi Noubbigh 2015 (Tunisie). Cette variable a été aussi utilisée dans plusieurs travaux empiriques comme une variable de contrôle pour tester la relation entre la performance de l'entreprise et sa structure financière où les résultats ont été différents.

3.3. La rentabilité

L'impact de la rentabilité et de la profitabilité sur la structure financière des entreprises est assez ambigu car souvent ces deux notions se confondent.

Selon la théorie de la hiérarchisation des sources de financement ou POT, plus une entreprise est rentable plus elle sera capable de s'autofinancer et par conséquent, elle préférera le financement interne au financement externe.

L'argument avancé par la POT se base sur la rentabilité économique comme mesure de la rentabilité de l'entreprise. Or cette mesure peut également être perçue comme étant celle de la profitabilité de l'entreprise

Cependant, les conclusions de la théorie du compromis «TOT» contrarient celles de la POT dans la mesure où, plus une entreprise est rentable, plus elle devra s'endetter pour profiter au maximum de la déductibilité des charges fiscales de la dette. La théorie de signal offre aussi un argument assez fort dans la mesure où l'entreprise rentable qui s'endette envoie un signal positif au marché sur la qualité de gestion de l'entreprise et sur sa santé financière.

La majorité des études empiriques montrent qu'il existe une relation négative et significative entre l'endettement de l'entreprise et sa rentabilité qui est conforme aux résultats de Rajan et Zingales 1995, ainsi les résultats de Mouna Zerriaa et Hedi Noubbigh 2015.

3.4. La croissance

Pour Hovakimian (2001), deux indicateurs pourraient représenter la croissance à savoir le ratio valeur de marché sur valeur comptable des fonds propres ou Market-To-Book ratio (MTB) et les rendements boursiers de la firme dans l'année précédant l'émission et dans l'année au cours de laquelle le capital a été levé (Ret). En effet, suivant Myers (1977) et Majluf et Myers (1984), Hovakimian (2001) reconnaissent que les entreprises sont composées à la fois des actifs en place et des opportunités de croissance. Ils affirment donc que les ratios cibles sont susceptibles d'être déterminés en fonction de l'évolution du poids relatifs de ces deux composantes de la valeur de la firme. Ils associent à ces composantes de la firme, un financement par endettement pour les actifs en place et un financement par fonds propres pour soutenir la croissance. Par conséquent, les entreprises choisiront les fonds propres plutôt que la dette à la suite d'une augmentation de la valeur perçue de leurs possibilités de croissance.

Contrairement aux précédents travaux prédisant une relation négative entre la croissance et l'endettement, un grand nombre d'auteurs conclut à une relation positive entre ces deux variables. Cela est théoriquement soutenu par la POT qui précise, elle aussi, que cette relation est positive. En effet, les firmes ayant un niveau relativement important de croissance, donc un accroissement de leur besoin de financement externe auront tendance à avoir recours au financement extérieur pour soutenir cette croissance. Ces entreprises demanderont plus de crédits bancaires et posséderont par conséquent un ratio de fonds propres plus faible. Autrement dit, les ressources internes des entreprises en croissance ne pouvant suffire pour financer leur Valeur Actuelle Nette (VAN) positive et les possibilités d'investissement, elles auront à lever des financements extérieurs. Si c'est le cas, elles prendront la dette avant d'émettre des actions. Dans ce cas, les opportunités de croissance devraient être positivement associées au levier d'endettement.²⁹

En somme, les avis et les effets de la croissance sur la structure financière sont très partagés mais toutefois reste énormes.

3.5. Le risque

Du point de vue de la TOT, un risque accru (la volatilité des profits), augmente la probabilité de détresse financière. Cela entraînera une restriction des crédits bancaires dans la mesure où les banques, en tant que bailleurs de fonds, et soumissent aux problèmes de sélection adverse et de risque moral, seront plus réticentes (Kremp & Stoss, 2001). Mazur (2007) clarifie, en disant que les entreprises ayant une grande volatilité des cash-flows, donc un risque élevé, ont une plus grande probabilité de faillite. En plus, dit-il, un risque de défaillance potentiel lié à la volatilité élevée de revenus cause chez les gestionnaires averses au risque l'évitement de niveaux d'endettement excessifs.

Du côté de la POT, la volatilité des résultats peut amener les firmes à constituer une réserve d'actifs facilement mobilisables afin de ne pas avoir à souffrir du problème de sous-investissement dans le futur (Gaud & Jani, 2002). Autrement dit, les entreprises à forte

²⁹ KOUAO Guy Serge, « Incidence des facteurs institutionnels dans l'évolution de la structure financière des entreprises », *économica*, Paris, P.35.

volatilité des résultats essayent d'accumuler des liquidités au cours des bons exercices pour éviter de sous-investir plus tard (Mazur, 2007). Il s'ensuit que la volatilité du résultat devrait également être négativement associée à l'endettement.

En somme, cet état de fait suggère aussi bien pour le TOT que la POT une relation négative entre le ratio d'endettement et le risque.

De façon générale, la structure financière observée dans une entreprise est donc la résultante d'un certain nombre de variables de nature économique et financière (actif immobilisés, la rentabilité, le niveau du risque...). Ce point a présenté une synthèse des concepts de la structure financière, qui a fait l'objet de nombreux développements depuis la fin des années 50. Le choix d'une structure financière dépend de plusieurs variables.

4. Les composants de la structure financière

Etudier la structure financière revient à comprendre le bilan comptable de l'entreprise. Ce dernier est un tableau qui montre la situation patrimoniale de l'entreprise à un instant T, en général la clôture des comptes. Il montre ce que l'entreprise possède (actif) et ce qu'elle doit (passif), soit les ressources mobilisées pour financer son actif (emprunt, capital social...).

4.1. La structure de l'actif

L'actif du bilan financier appelé aussi emploi, montre ce que l'entreprise possède. Cette partie contient les actifs immobilisés et les actifs circulants, leurs classifications se font suivant le degré de liquidité croissante. On distingue³⁰ :

4.1.1. Valeurs immobilisées ou actifs fixes

Ce sont des biens durables (réutilisables) dont l'entreprise est propriétaire et qui sont nécessaires à l'exercice de son activité. Dans cette rubrique est enregistrée tout poste d'actif dont la période de rotation est supérieure à une année.

Les principaux postes sont :

- Les immobilisations corporelles (n'ayant pas de corps certain) : brevets, marques, fonds de commerce.....
- Les immobilisations corporelles (ayant une consistance matérielle) : terrains, constructions, matériels et outillages industriels, matériels de transport, mobilier de bureau et informatique.....
- Les immobilisations financières (certaines créances et certains titres) : prêts, caution, titres qui ont vocation à être conservés durablement au sein de l'entreprise (titres de participation et titres immobilisés).

³⁰ HUBERT de la Bruslerie, « analyse financière (Information financière, Evaluation, Diagnostic) », 4^{ème} édition, 2010, P.26.

4.1.2. L'actif circulant

L'actif circulant d'une entreprise est constitué des actifs détenus par l'entreprise et destinés à ne pas y rester durablement, c'est-à-dire pendant moins d'un cycle d'activité. Il regroupe principalement :

- Les valeurs d'exploitations : elles représentent l'ensemble des stocks que possède l'entreprise. On distingue les marchandises pour les entreprises commerciales, les matières premières, les produits intermédiaires, les produits en cours pour les entreprises industrielles.
- Les valeurs réalisables : elles représentent une partie des créances qui peuvent être transformé en argent liquide dans une durée inférieure à un an.
- Les valeurs disponibles : elles regroupent l'ensemble des moyens de règlements (l'autre part des créances) dont dispose l'entreprise, c'est-à-dire les chèques, les valeurs à encaisser, la banque et la caisse.

4.2. La structure du passif

Le passif du bilan financier est appelé ressources, leur classification se fait suivant le degré d'exigibilité croissante. Il indique l'origine des fonds qui ont été mis à la disposition de l'entreprise³¹.

4.2.1. Les capitaux permanents :

Les capitaux permanents sont constitués par la somme des capitaux propres (fonds propres) et des emprunts obligataires (dettes financières).

- Les fonds propres constituent la principale source de financement pour les entreprises. Ils correspondent aux sommes versées par les actionnaires, aux profits générés de façon annuelle et qui ne sont pas distribués en dividendes, aux réserves, aux écarts de réévaluation...
- Les dettes financières (DLMT): elles représentent les dettes dont l'échéance est supérieure à un an telles que les emprunts bancaires, les emprunts obligataires etc.

4.2.2. Passif circulant

Le passif circulant correspond à l'ensemble des dettes de l'entreprise dont le dénouement est prévu à court terme c'est-à-dire à l'issue d'une période inférieure à 12mois. Il est principalement composé :

- Dettes fournisseurs : elles correspondent aux factures reçus par l'entreprise de la part de ses fournisseurs, pas encore payées mais qui devraient l'être sans tarder.
- Les dettes fiscales et sociales : elles regroupent les dettes que l'entreprise a vis-à-vis du trésor public, des organismes publics et de ses salariés.

³¹ HUBERT de la Bruslerie, Op-Cit, P.27.

Tableau N°1 : Récapitulatif de la structure financière

Actif	Passif
Valeurs immobilisées nettes (VIN)	Fonds propres
Valeurs d'exploitation (VE)	Dettes à long terme (DLMT)
Valeur réalisable à court terme (VR)	Dettes à court terme (DCT)
Valeurs disponible (VD)	

Source : Conception personnelle à partir d'ouvrages financiers

Au cours de cette section, nous avons fait une synthèse de la structure financière de l'entreprise en présentant sa définition, ces objectifs, ces composants et aussi montrer que le choix d'une structure financière dépend de plusieurs variables.

Conclusion du chapitre I

Dans ce premier chapitre, l'analyse développée nous a permis de comprendre que la structure de financement a toujours été un sujet de recherche et de débat en finance. En effet, de nombreux auteurs ont cherché à expliquer le comportement des entreprises en matière de politique de financement notamment de l'endettement.

D'après Modigliani et Miller (MM) (1958), les financements n'ont aucun impact sur la valeur de l'entreprise et le coût moyen pondéré de la dette. IL n'existe pas donc de structure financière optimale.

La deuxième proposition de MM montre que pour les entreprises de même classe de risque, la valeur de l'entreprise est une fonction croissante de l'endettement puisque le traitement fiscal de la dette autorise la déductibilité des charges d'intérêts alors que les dividendes et les gains en capital sont assujettis à l'impôt sur les sociétés. Ce résultat ne tient plus lorsque la fiscalité personnelle par classe d'investisseurs est prise en compte (Miller).Ce modèle conclut à nouveau la non pertinence du choix de la structure financière. Les études ultérieures ont relâché l'hypothèse de séparation entre les décisions de financement et d'investissement en introduisant les gains fiscaux non liés à l'endettement.

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

Mais dans les dernières décennies, l'attention a été portée sur l'objectif le plus fondamental à savoir la maximisation de la richesse des actionnaires et par conséquent la création de valeur. Pour réaliser alors cet objectif, il était question d'assurer une bonne prise

des différentes décisions financières au sein de l'entreprise telles que : la décision d'investissement, la décision de financement et la décision de distribution.

Dans ce cadre, l'entreprise cherche à trouver des mécanismes d'incitation à la performance pour les dirigeants afin que ces derniers alignent leurs intérêts à ceux des actionnaires.

Pour atteindre toujours le même objectif, l'entreprise est amenée généralement à utiliser une combinaison des ressources financières : des fonds propres à l'entreprise, des apports en capitaux et de l'emprunt lors d'une insuffisance de couvertures des dépenses d'investissement. Elle est amenée ainsi à déterminer la structure financière optimale qui minimise le coût du capital et maximise la valeur de l'entreprise. Dans le chapitre qui suit nous traiterons les modalités de financement et leurs impacts sur la valeur de l'entreprise.

Chapitre II :
Les différentes
modalités de
financement et leurs
impacts sur la valeur
de l'entreprise

Introduction du chapitre II

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

La création de valeur dépend de plusieurs facteurs notamment, de la décision de financement. La manière de combiner les différents moyens de financement est un élément de la structure financière qui a des conséquences directes sur la situation économique de l'entreprise notamment, sur sa valeur.

L'étude de la structure financière repose sur la relation entre les différentes modalités de financement à savoir les fonds propres et les dettes. Le recours à chacun de ces modes de financement doit avoir un impact sur la valeur de l'entreprise. Autrement dit, pour se financer, l'entreprise dispose plusieurs moyens et ces modes de financement lui permettent de faire un arbitrage et enfin choisir les modes de financement les plus adaptés et moins coûteux.

L'objectif de ce chapitre est d'étudier l'impact des différentes modalités de financement sur la valeur de l'entreprise. Afin de cerner ce chapitre, nous aborderons dans une première section les différentes modalités de financement de l'entreprise. La valeur de l'entreprise fera l'objet d'une deuxième section. Enfin, une troisième section sera consacrée au lien qui existe entre la décision de financement et la valeur de l'entreprise.

Section1 : Les différentes modalités de financement de l'entreprise

Lors de sa création et au cours de son développement, l'entreprise doit détenir les ressources nécessaires pour faire face à ses échéances et utiliser au mieux les moyens dont elle dispose.

Pour exercer son activité, l'entreprise doit d'abord engager des dépenses avant de percevoir des recettes : réalisation des investissements matériels (terrains, installations, constructions) ; achats des matières et fournitures, prévoir la rémunération de la main d'œuvre. Ce n'est qu'après la réalisation des ventes c'est-à-dire à l'issue de la production et de la commercialisation, que les recettes seront encaissées. Il y'a donc un décalage entre les encaissements et les décaissements concernant aussi bien les investissements que l'exploitation. Ce décalage crée des besoins de financement que l'entreprise devra couvrir en se procurant des fonds selon différentes sources.

Dans cette section, nous étudierons les besoins de financement de l'entreprise avant de passer à l'analyse des différents modes de financement dont elle dispose.

1. Les besoins de financement

La création puis le fonctionnement de l'entreprise engendre des besoins de financement. Certains d'entre eux correspondent à l'exploitation et d'autres sont des besoins liés aux investissements.

1.1 Les besoins liés à l'exploitation

Selon Bruno SOLNIK (2001), « le cycle d'exploitation correspond à l'état producteur de l'entreprise, c'est-à-dire la transformation des matières achetées en produits finis vendus aux clients. Cette exploitation nécessite la mise en œuvre des outils de production de l'entreprise (investissements immobilisés) et de ses ressources humaines. Le cycle d'exploitation correspond donc à la consommation de matières, de travail, de capital, de production et de fournisseurs afin d'assurer les ventes de produits »³²

Plusieurs phases composent le cycle d'exploitation de l'entreprise.

- **Le cycle d'exploitation des entreprises industrielles :** Les opérations courantes sont : achat de matières premières, transformation, stockage, vente. Ces opérations sont décalées dans le temps (fabriquer, stocker, acheminer). De ce fait, l'entreprise paie (décaissement) les biens et services avant d'en récolter le fruit (encaissement) de la vente. Le décalage entre le décaissement et l'encaissement constitue le cycle d'exploitation.
- **Le cycle d'exploitation des entreprises commerciales :** Dans les unités commerciales c'est différent :
 - Quand il s'agit de revendre en l'état des marchandises, il n'y a pas de phase de fabrication.

-Quand il s'agit de vendre un service, la phase « fabrication » se déroule en même temps que la phase vente (Ex : coupe de cheveux : le service et la vente sont faits en même temps).³³

Sur le court terme, l'entreprise a besoin d'argent pour financer son cycle d'exploitation (son activité courante). Comme on l'a si bien évoqué précédemment, il existe en effet, un décalage dans le temps, de courte période, le moment où l'entreprise paye ses fournisseurs et celui où ses clients la payent. Ce besoin de financement est généralement **appelé BFR (Besoin en Fonds de Roulement)**.

Les BFR sont les besoins de financement que génère l'activité d'exploitation de l'entreprise à chaque stade du cycle achat-production-vente. Ils sont liés au décalage naturel entre les recettes et les dépenses. L'entreprise doit acheter des produits puis les stocker avant de les vendre.

Toutefois, les achats ne sont pas réglés au comptant et l'entreprise bénéficie d'un crédit fournisseur. Parallèlement, les ventes ne sont pas réglées immédiatement et l'entreprise

³² SOLNIK Bruno, « Gestion financière », 6^{ème} édition DUNOD, Paris, 2001, P.59.

³³ JAFFEUX C., « Bourse et financement des entreprises », édition Dalloz, 1994. P.65.

accorde un crédit client. Le financement ainsi obtenu grâce au crédit accordé par les fournisseurs peut être affecté à la couverture des besoins d'exploitation.

L'exploitation engendre donc un besoin de financement permanent des actifs d'exploitation (stocks et créances), partiellement composé par les ressources de financement stables fournies par les dettes d'exploitation.

Plus le cycle d'exploitation est long, plus le décalage dans le temps entre les décaissements qu'il nécessite et les encaissements ultérieurs qu'il permet est important, ce qui entraîne un besoin accru de capitaux.

1.2. Les besoins liés à l'investissement

L'investissement est une opération par laquelle l'entreprise emploie des ressources financières à l'acquisition d'un bien matériel (machine, véhicule....), immatériel (Brevet, logiciel....) ou financier (participation...) dans le but d'en tirer un profit futur.

Le cycle d'investissement est un cycle long qui accompagne le développement de l'entreprise et conditionne sa pérennité et son efficacité. De ce fait, l'entreprise doit donc, lors de sa création se procurer un ensemble de biens destinés à rester dans la firme pour plusieurs années. Pour assurer sa survie et son développement, l'entreprise doit fréquemment réaliser des investissements (croissance et/ou de remplacement) correspondant à différents objectifs.

Plusieurs catégories d'investissement sont à distinguer :

- **Les investissements corporels** : les investissements matériels consistent en l'acquisition de terrains, de locaux, d'équipements et d'installations.
- **Les investissements incorporels** : les investissements immatériels regroupent l'ensemble des dépenses d'innovation, principalement liées à la recherche et au développement, à la formation des salariés, à l'acquisition de logiciels, au marketing, à la publicité et au développement de l'activité commerciale (réseaux de points de vente).
- **Les investissements financiers** : les investissements financiers sont des décisions d'affecter des ressources propres à l'accroissement d'un patrimoine : acquisitions de titres de participation, de titres immobilisés qui donnent le droit de propriété ou de créances.

En résumé, les investissements corporels, incorporels et financiers sont complémentaires et indispensables. Ils représentent les moyens mis en œuvre par l'entreprise afin d'assurer sa pérennité et son développement. Autrement dit, les investissements sont des sacrifices de ressources financières aujourd'hui dans l'espoir d'obtenir dans le futur des recettes supérieures aux dépenses occasionnées par la réalisation de cet investissement.³⁴

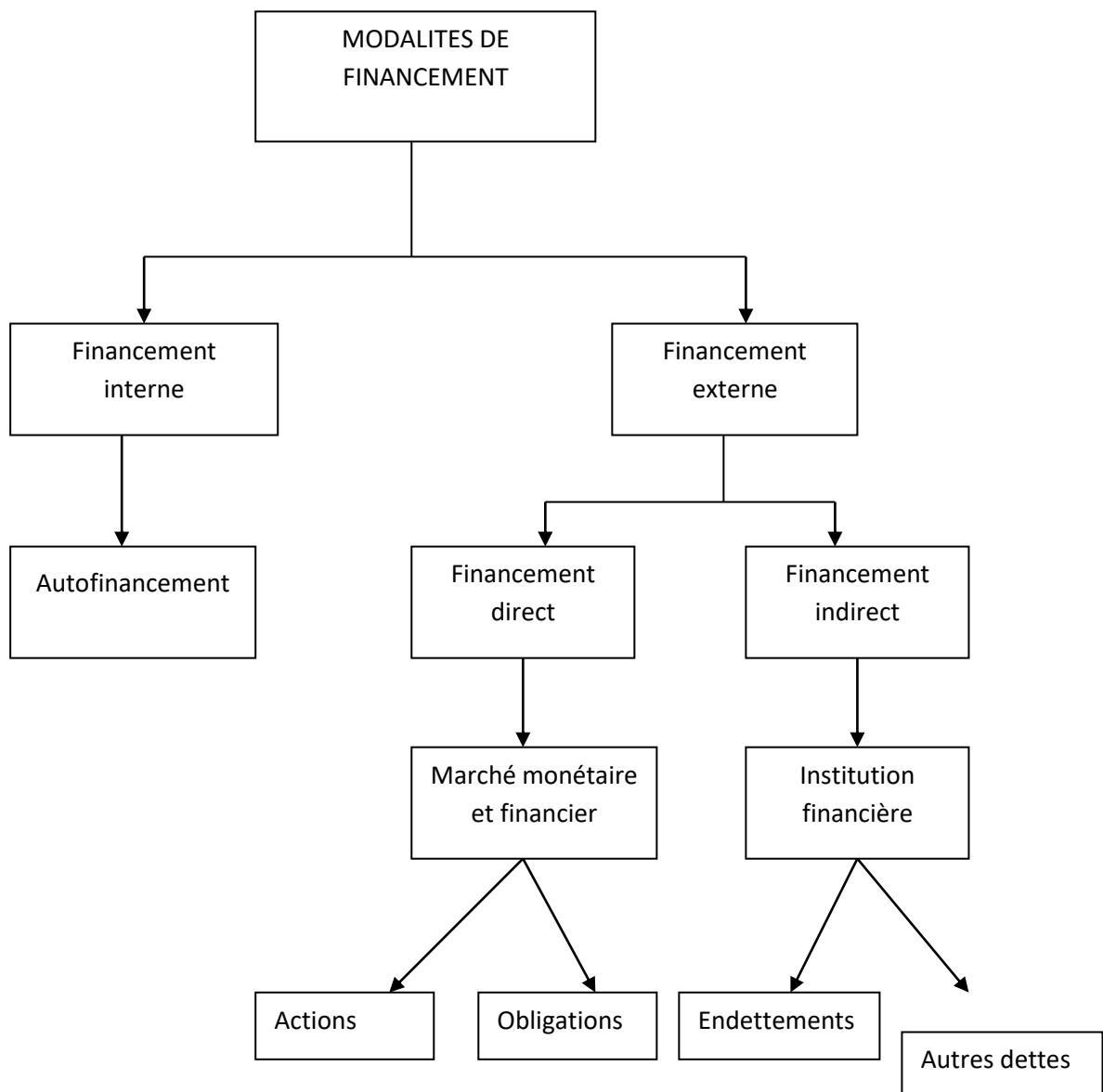
³⁴ F. Bancel, « le choix des investissements, méthodes traditionnelles », édition economica, Paris, 1994, P.15.

2. Les modalités de financement

Pour satisfaire ses besoins de financement, l'entreprise, quel que soit sa taille, son domaine d'activité ou son chiffre d'affaire doit disposer de ressources financières suffisantes. En fonction du besoin exprimé et de son impact sur la valeur de l'entreprise, il existe différentes modalités de financement que le dirigeant de l'entreprise doit choisir.

Les sources de financement de l'entreprise peuvent être classées en deux catégories : **internes et externes**.

Figure N°3: Schéma représentatif des différents modes de financement



Source : conception personnelle à partir d'ouvrages

2.1 : Le financement interne

Le financement interne ou l'**autofinancement**, constitue la forme de financement préférée des entreprises. En effet, c'est la plus facile à mettre en œuvre car il n'y a pas à obtenir l'accord des personnes extérieures à l'entreprise et qu'elle n'entraîne pas de frais.

L'autofinancement est défini comme le surplus monétaire conservé par l'entreprise après distribution des dividendes.

Selon E. COHEN, l'autofinancement est « le surplus monétaire dégagé par l'entreprise sur son activité propre et conservé par elle pour financer son développement futur ».³⁵

Jean Pierre définit l'autofinancement comme « la rétention de tout ou une partie des rémunérations annuelles des actionnaires en vue de couvrir les besoins de l'entreprise. Il s'agit donc d'un processus d'épargne réalisé au niveau de la société »³⁶. Autrement dit, l'autofinancement est la part de la capacité d'autofinancement (CAF) consacré au financement de l'entreprise.

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

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

L'autofinancement joue un rôle fondamental au niveau de l'entreprise :

- L'autofinancement permet de maintenir le capital économique de l'entreprise en vue d'assurer sa croissance.
- L'autofinancement est un garant du remboursement des emprunts, donc un élément essentiel de la capacité d'endettement de l'entreprise, il évite à l'entreprise de s'endetter de manière trop lourde car il n'entraîne aucune charge d'intérêt et de remboursement et évite aussi les frais importants consécutifs aux opérations financières.

2.2. Le financement externe

Pour faire face à l'insuffisance des fonds propres, l'entreprise dispose divers mode de financement externe pour financer ses activités (investissement, exploitation ...) et de mener à bien ses projets.

2.2.1 Augmentation du capital

³⁵COHEN Elie, Op Cit, P.194.

³⁶ R. Gillet, « finance d'entreprise, finance de marché, diagnostic financier », édition Dalloz, 1994, P.143.

L'augmentation du capital est la création et la vente sur le marché boursier, des actions nouvellement émises aux investisseurs ou aux actionnaires déjà existants en contrepartie de leur apport, à la société émettrice. L'augmentation de capital permet de financer le développement de l'entreprise (investissement nouveau), ou de rétablir une situation financière en cas de perte (reconstitution du capital ou recapitalisation).

Par ailleurs, l'augmentation de capital permet aux entreprises de réaliser des projets d'investissements, d'améliorer son fonds de roulement et d'assurer son équilibre financier. Il existe quatre modalités d'augmentation de capital, à savoir :

2.2.1.1. Augmentation de capital par apports en numéraire :

Une société qui à besoin de liquidités va augmenter son capital par des apports en numéraire. Cette décision relève de la compétence de l'assemblée générale extraordinaire qui ne peut recourir à cette modalité que si le capital est intégralement libéré. Afin de protéger les actionnaires sur place de tout transfert de richesse résultant d'un choix du prix d'émission trop faible, cette méthode d'augmentation de capital s'accompagne de la création de droits préférentiels de souscription.

2.2.1.2. Augmentation de capital par apport en nature

Dans l'hypothèse de l'augmentation du capital social par apport en nature, les règles applicables sont les mêmes que lors de la création de la société et est décidé par l'assemblée générale extraordinaire (AGE). Il n'existe pas au profit des anciens actionnaires de droits préférentiels de souscription car l'apport se fait au moyen d'un bien particulier sous forme d'immobilisations corporelles, incorporelles, etc. sur lequel les autres actionnaires n'ont aucun droit.

2.2.1.3. L'augmentation de capital par incorporation des réserves

Dans ce cas, l'entreprise intègre au capital une fraction des réserves des bénéfices antérieures non distribués aux actionnaires. Par cette augmentation, l'entreprise procède à une distribution d'actions gratuites aux associés, au quota part de leur participation au capital de l'entreprise³⁷.

2.2.1.4. Augmentation de capital par conversion des dettes

Il s'agit ici, d'ajouter aux capitaux propres le montant figurant antérieurement dans le compte de dettes sans que cela ne modifie le bilan de la société.

L'augmentation de capital présente trois avantages :

- Elle permet de ne pas avoir recours à l'endettement et de diminuer ainsi ses coûts de financement ;
- Elle donne également la possibilité aux actionnaires d'augmenter leur participation au capital de la société et aux salariés de souscrire au capital de la société ;

³⁷ LEASSEURM et QUITANTA « Finance économie », édition Pearson, Paris 1990, P.41.

-Elle permet de disposer des capitaux propres plus important et donc des ressources stables.

L'augmentation du capital présente aussi souvent des inconvénients

-Il est plus coûteux qu'un financement par emprunt compte tenu du risque plus important pris par les actionnaires ;

-Elle entraîne une dilution de pouvoir par entrée de nouveaux actionnaires dans la société ;

-L'augmentation de capital peut représenter une réelle menace pour les managers en place ;

-Enfin, l'augmentation de capital entraîne, à court terme, une dilution des dividendes entre un nombre d'action plus important ce que les anciens actionnaires apprécient peu.

2.2.2. Financement par endettement

L'endettement constitue la première source de financement externe préférée des entreprises. Il représente un instrument de croissance dans la mesure où il permet de collecter des fonds plus facilement et plus rapidement que les capitaux propres externes.

Il est sollicité par les entreprises pour plusieurs raisons, tout d'abord l'avantage fiscal traduit par la déductibilité des charges, ensuite le financement par dettes contrairement à l'augmentation de capital n'affecte pas la structure de propriété de l'entreprise, enfin il permet de transférer, dans certaines conditions une partie du risque économique des actionnaires vers les créanciers. Mais cette source de financement externe présente une contrainte qui est l'augmentation du risque financier.

L'emprunt est une opération juridique et financière par laquelle un ou plusieurs prêteurs met à la disposition de l'emprunteur des capitaux en contrepartie du versement d'un intérêt périodique calculé sur le capital restant dû ; du remboursement du capital prêté par fractions successives ou en totalité à la fin de l'emprunt.

L'emprunt se caractérise par les éléments suivant :

- Le montant ;
- La durée : elle différencie les emprunts à court et moyen terme (2à7ans) des emprunts à long terme (au-delà de 7 ans) ;
- Le taux d'intérêt qui peut être fixe ou variable ;
- Le nombre de prêteurs, ce qui distingue l'emprunt indivis d'un emprunt obligataire ;
- Le mode de remboursement en une seule fois ou en fraction successives.

Deux types d'emprunts sont à distinguer : **les emprunts indivis et les emprunts obligataires.**

2.2.2.1. Les emprunts indivis

On appelle emprunt indivis, un contrat entre un prêteur et un emprunteur. Un tel emprunt fait l'objet d'un remboursement contractuellement fixé au moment de la signature du contrat (modalités d'amortissement).

L'emprunteur verse au prêteur des intérêts à intervalle de temps réguliers sur le capital emprunté au cours de la période écoulée et rembourse le capital emprunté soit en une seule fois à l'échéance, soit à plusieurs fois lors du versement des intérêts.

Les établissements de crédits sont des personnes morales qui affectent à titre de profession habituelle, des opérations de banques, c'est-à-dire la réception des fonds du public, des opérations de crédits ainsi, que la mise à la disposition pour la gestion des moyens de paiement de la clientèle.

Les emprunts contractés auprès des établissements bancaires sont dit indivis, du fait que l'interlocuteur est unique et que la dette n'est pas divisible c'est-à-dire qu'il y'a un prêteur et un emprunteur.

L'emprunt indivis peut-être divisé en deux catégories :

- Emprunt à moyen terme (2 à 7ans)
- Emprunt à long terme (supérieur à 7ans)

2.2.2.1.1. Les crédits à moyen terme

Toutes les institutions financières (banques, établissements de crédits....) accordent des prêts à moyen terme.

Ce type de crédit est réalisé par émission de billets trimestriels. Les conditions varient en fonction de l'organisme demandeur, de la durée du concours, et des caractéristiques de l'entreprise. Le coût global dépend du taux de base de la banque qui dépend lui-même des ressources de la banque ou du taux du marché monétaire, de la marge fixe de paramètre précédents et de différentes commissions, en particulier la commission d'engagement qui est évaluée sur le montant du total du crédit³⁸. Deux sortes d'emprunt à moyen terme peuvent être distinguées à savoir³⁹ :

- **Les emprunts à moyen terme non mobilisable** : Ces emprunts sont obtenus auprès des banques ou de certains établissements spécialisés et leur durée n'excède pas en principe 7ans (70% des crédits à moyen terme accordés aux entreprises). Ils ne sont pas mobilisables, ce qui signifie que l'organisme prêteur ne peut pas se refinancer auprès de la banque nationale. Le principal avantage réside dans la souplesse d'utilisation.
- **Les emprunts à moyen terme mobilisables** : Ces emprunts permettent aux entreprises de se refinancer auprès de certains établissements financiers spécialisés comme le crédit d'équipement des petites et moyennes entreprises (CEPME), etc. la durée de ces crédits est généralement 5ans. Le principal avantage pour les entreprises est que cet emprunt coûte moins cher que les crédits ordinaires ; la banque supporte un risque faible du fait des possibilités de réescompte.

³⁸ CHARREAUX Gérard, Op. Cit, P.197.

³⁹ PIGET Patrick, « gestion financière de l'entreprise », édition economica, Paris, 1998, P.496-497.

2.2.2.1.2. Les crédits à long terme

Le crédit à long terme s'inscrit dans la fourchette de 8 à 20ans. Il finance les immobilisations lourdes comme les constructions, bâtiments. Les établissements financiers non bancaires accordent peu de ce type de crédit en raison de son long délai de remboursement qui nécessite des ressources de durée compatible. Toutefois, les banques font de la transformation en affectant à court terme dans des financements à long terme, dans l'espoir qu'il y'aurait toujours de nouveaux dépôts même à vue qui viendront en substitution des immobilisations dans les crédits à long terme. Ces crédits peuvent être consentis à taux fixe ou variable et remboursable à terme, mais ils sont le plus souvent remboursable par fraction successive sous forme d'amortissement constant ou croissants.

2.2.3. Les emprunts obligataires

Sont des formes particulières d'emprunt à long terme par l'émission auprès du public des titres négociables représentant la dette de l'entreprise émettrice. Ces titres sont placés sur le marché financier par l'intermédiaire des banques. Les titres émis sont appelés obligations et peuvent être souscrits par des prêteurs différents (obligataires). L'emprunt obligataire est une opération financière importante car elle touche un large public, c'est pourquoi le législateur a imposé des règles strictes à ces types particulier de contrat. Le principe de l'emprunt obligataire est la division du capital emprunté en obligation. Les obligations sont en général cotées sur le marché boursier et sont remboursées suivant des modalités précisées à l'avance.

L'émission d'un emprunt obligataire par une entreprise ne remet pas en cause son autonomie financière, et elle peut être préférable à une augmentation de capital, dont une influence positive sur la structure de la société. Il existe de nombreuses caractéristiques de ces emprunts. Les plus classiques sont :⁴⁰

- A taux fixe ;
- A taux variable et révisable ;
- A coupon zéro ;
- Indexées ;
- Les titres d'Etat ;
- Hybrides.

-Les obligations à taux fixe : Sont des obligations classiques. Elles donnent le droit au versement d'un revenu fixe (intérêt fixe) pour toute la durée de vie de l'emprunt et au remboursement du capital à l'échéance.

-Les obligations à taux variable et révisables : Ces obligations permettent la distribution d'un coupon variant en fonction du taux nominal indexé sur un autre taux d'intérêt. Pour ces obligations, les deux acteurs (émetteur et souscripteur) font pari inverse sur une forte variation des taux d'intérêts. Si les taux augmentent le souscripteur sera gagnant et l'émetteur le perdant. Les rôles s'inversent en cas de baisse des taux.

⁴⁰ DEGOS Jean Guy et GRIFFITHS Stéphanie, «gestion financière de l'analyse à la stratégie », 7^{ième} édition, Erolles, 2011, P.254.

-Les obligations zéro-coupon ou à coupon zéro : Sont des obligations qui ne versent qu'un seul flux à maturité. Ce flux est composé des intérêts et du remboursement du capital. L'obligation zéro-coupon ne se distingue de l'obligation classique que par le fait qu'elle ne paie pas de coupon. L'investisseur trouve sa rémunération dans la différence entre le prix d'achat et le prix de remboursement. L'absence de versement réguliers des coupons conduit à émettre les obligations à coupon zéro à un taux d'intérêt plus élevé qu'un emprunt ordinaire ayant les mêmes caractéristiques.

-Les obligations indexées : Ce sont des obligations dont le montant des coupons et la valeur du remboursement sont liés à l'évolution d'un indice de prix. C'est-à-dire le référent n'est pas le taux d'intérêt. Cela peut être le prix d'une matière première (pétrole, or ...), l'inflation (indices des prix à la consommation), ou encore le chiffre d'affaire d'une société. L'objet d'une telle obligation consiste à protéger le souscripteur d'une dépréciation du capital grâce à l'indexation des versements sur une référence. Les caisses de retraite ayant des engagements liés à l'inflation sont très intéressées par ce type d'obligation⁴¹.

-Les obligations convertibles en actions : Ils tiennent à la fois de l'obligation et de l'action. Elles peuvent être converties en actions de la société émettrice selon une parité et des délais fixés dans le contrat d'émission.

-Les titres hybrides : Ils assurent à son débiteur un revenu minimal que celui de l'obligation, qui est presque toujours à taux fixe et offre à son débiteur l'opportunité de profiter de la hausse du cours de l'action. Lorsque la conversion devient intéressante, c'est-à-dire si le cours de l'action monte au-delà de la valeur nominale de l'obligation, l'obligation convertible tend à se comporter en bourse comme l'action correspondante. A l'inverse, si le cours de l'action est faible et que la conversion n'est pas avantageuse, l'obligation se comporte comme les autres obligations.

2.2.4. Les autres emprunts et dettes financières

Plusieurs autres moyens de financements existent, on va en énumérer quelques-uns qui sont entre autres :

2.2.4.1. Les crédits par signature

Si le plus souvent, la banque aide l'entreprise en mettant à sa disposition des fonds sous forme de crédit de trésorerie, elle peut aussi lui apporter son concours sous forme d'engagement que l'on appelle le crédit par signature. La banque prête alors simplement sa signature sans supporter la charge de trésorerie.

Ce sont des crédits qui n'impliquent pas d'avance de trésorerie immédiate à une entreprise. Il s'agit d'un crédit potentiel par lequel la banque s'engage à se substituer à l'entreprise si elle se révèle incapable d'honorer certains engagements.⁴²

⁴¹ M. CHERIF, « aspects financiers », banque édition, Paris, 2004, P.79.

⁴²BERK Jonathan et DEMARZO Peter, Finance d'entreprise, édition PEARSON, Paris, 2008, P.890

La banque s'engage par lettre, auprès de tiers, à satisfaire aux obligations contractées envers eux par certains de ses clients, au cas où ces derniers n'y satisferaient par eux-mêmes. Ces crédits peuvent soit différer certains décaissements ou les éviter ; soit encore accélérer certains retraits de fonds. Ils sont le plus souvent accordés sous forme de caution. Le banquier peut aussi s'engager en acceptant des effets de commerce : on parle dans ce cas de crédits par acceptation.

L'engagement du banquier est limité dans le montant et l'étendue ; la banque peut être limitée ou non dans le temps. Le banquier ne peut revenir sur son engagement et ce quelle que soit l'évolution de la situation de son client.

On distingue généralement trois types d'engagements par signature : les cautions, les acceptations ou aval et le crédit documentaire.

2.2.4.1.1. Les cautions

Les cautions ont plusieurs finalités. Elles permettent notamment de :

- Différer les paiements, exemple : les obligations cautionnées ;
- Éviter les décaissements.

Il est à noter qu'il existe deux formes de cautions (la caution simple et la caution solidaire) :

- La caution simple est le modèle le plus classique. Le propriétaire ne pourra lui demander de payer que si le locataire a au préalable négocié ses biens, c'est-à-dire après une action en justice destinée à obtenir une saisie des biens du locataire, et le constat d'un locataire insolvable ;
- La caution solidaire signifie que le propriétaire pourra s'adresser directement à la caution, sans avoir au préalable exigé un paiement du locataire. Ainsi, dans le cas d'un impayé du locataire, le propriétaire n'a pas à mettre tout en œuvre pour obtenir ce paiement, mais peut se retourner directement vers la caution.

2.2.4.1.2. Crédit par acceptation

L'acceptation est l'engagement du tiré de payer la lettre de change à l'échéance. Cette acceptation s'exprime par la signature du tiré sur le dos de la lettre qu'il fait précéder de la mention « bon pour acceptation », la seule signature du tiré suffit cependant pour valoir l'acceptation de la banque. C'est l'engagement d'une banque à payer, à l'échéance

une lettre de change tirée sur elle, le banquier se porte dans ce type d'opération comme «tiré accepté ».

2.2.4.1.3. Les acceptations ou aval

L'aval ne concerne que les effets de commerce, il est donc soumis au droit cambiaire. Il est donné pour garantir le paiement des titres de créances auxquelles il est attaché, contrairement au cautionnement qui s'applique à l'obligation pour laquelle il est donné.

2.2.4.1.4. Le crédit documentaire

Le crédit documentaire est utilisé dans le cadre de relations commerciales internationales.

Avant l'envoi des marchandises, l'importateur demande à sa banque d'émettre une promesse de paiement à l'exportateur contre remise de documents attestant de la transaction réalisée. Par cette promesse, la banque de l'importateur appelée banque émettrice s'engage à payer l'exportateur auprès de sa banque (banque nificatrice). Le crédit documentaire garantit le paiement à l'exportateur.

Une opération de crédit documentaire repose sur un arrangement contractuel triangulaire et distinct, à savoir :

- Le contrat de vente entre l'acheteur et le vendeur ;
- L'accord d'ouverture entre l'ordonnateur et la banque émettrice ;
- Le crédit documentaire entre la banque émettrice et le bénéficiaire.

Le crédit documentaire est irrévocable, impliquant une impossibilité d'annuler un crédit documentaire déjà ouvert ou de modifier ses termes sans l'accord explicite et formel de toutes les parties concernées.

2.2.4.2 Les crédits par caisse

Les crédits par caisse sont des crédits à très court terme accordés pour gérer le décalage de trésorerie et faire face aux fins de mois difficiles. Parmi les crédits par caisse, on trouve le découvert, la facilité de caisse, le crédit compagnie etc.

2.2.4.2.1. Le découvert bancaire (ou l'avance en compte)

Le découvert bancaire est une autorisation donnée par le banquier à son client d'être débiteur en compte. L'avance en compte consentie est remboursée par le simple jeu des rentrées prévues. C'est le crédit le plus utilisé, car c'est un crédit de courte durée (maximum 1 an) fréquemment renouvelable.

2.2.4.2.2. La facilité de caisse

C'est un concours bancaire destiné aux décalages de trésorerie très courts qui peuvent se produire entre, les sorties de fonds et les entrées de fonds. Il s'agit très souvent d'aider les bénéficiaires des crédits d'échéances, en fin de mois, à l'occasion du paiement du personnel ou du règlement de la TVA.

En accordant des facilités de caisse, le banquier autorise son client à rendre son compte débiteur à concurrence d'un plafond déterminé pendant quelques jours. Si la facilité de caisse dépasse 30 jours, elle est transformée en découvert. Exemple : les entreprises utilisent les facilités de caisse accordées par les banques en cas de décalage passager de quelques jours entre leurs encaissements et leurs décaissements, notamment à l'occasion des échéances périodiques (salaires, charges sociales, impôts).

2.2.4.2.3. Les crédits de compagnie

Le crédit de compagnie a pour objet de financer temporairement des produits finis nécessairement stockés mais dont la vente est différée dans le temps.⁴³ Ce type de crédit est particulièrement adapté pour les activités saisonnières que l'on peut subdiviser en deux grandes catégories :

-Celles où les décaissements sont rapides et les encaissements répartis sur une période plus ou moins longue ;

-Celles où les recettes sont regroupées sur une période courte après une longue période de décaissement.

Le crédit de compagnie peut être accordé sous les formes suivantes :

-Facilités de caisse : la banque met à la disposition de l'entreprise un découvert dont la durée de vie est très courte.

⁴³ CHARLES Amélie, MAURICE Stéphanie, REDOR Etienne, « Le financement des entreprises » 2^{ème} édition Economica, Paris 2014, P.81-93.

-Escompte d'un billet à ordre souscrit par l'entreprise au profit de la banque. Cette technique présente les avantages et les inconvénients d'un escompte traditionnel.

-Warrantage : l'escompte de warrant (industriel ou agricole), permet d'affecter des marchandises en garantie des avances consentis par la banque.

A noter que le coût de financement dépend de la technique d'octroi du crédit.

Ce mode de financement n'est pas sans risque pour la banque qui le réservera à des clients sûrs, c'est-à-dire ayant réalisé une bonne précédente campagne, et dont la structure financière est équilibrée. La banque mesurera les risques économiques inhérents au type d'activité et exigera généralement, un budget de trésorerie précis. Le risque maximum encouru par le banquier est celui de l'échec d'une campagne qu'il a financée. Pour se protéger, la banque peut exiger de son client des engagements fermes, tels que les cautions personnelles des dirigeants.

2.2.4.2.4. Le crédit relais

Crédit de relais ou crédit de soudure, c'est une forme de découvert qui a pour objectif de permettre à l'entreprise d'anticiper la rentrée de fonds qui doit se produire dans un délai déterminé et pour un montant précis. C'est un crédit accordé à l'entreprise et dont le remboursement est assujéti d'une cession d'un bien ou de l'augmentation du capital.

2.2.4.3 Les crédits de caisse spécifique

Ils sont des documents mis à la disposition des fournisseurs par les créanciers comme garantie de paiement, et sont destinés à une utilisation précise.

2.2.4.3.1. L'escompte commercial

Un effet de commerce est un titre représentatif d'une créance négociable à court terme et relevant d'un ordre juridique original. La plupart des opérations se présente soit par une lettre de change ou un billet à ordre :

- La lettre de change ou traite, c'est un écrit par lequel, le créancier, appelé tireur, donne l'ordre à son débiteur, appelé tiré, de lui payer à une date donnée, une somme d'argent déterminée »⁴⁴. L'acceptation du tiré, qui s'engage à payer à l'échéance le montant de sa dette, est nécessaire pour que le créancier puisse l'endosser (L'endossement est le moyen par lequel le titulaire d'une créance matérialisée par une lettre de change ou un billet à ordre, transmet la provision à sa banque), en cas de besoin de liquidités.

⁴⁴BERNARD COLASSE, « Gestion financière de l'entreprise : PROBLIMATIQUE, CONCEPTS ET METHODES », 3ème édition presses, Paris, 1993, P.235.

- Le billet à ordre, l'initiative revient au débiteur qui s'engage à payer une somme déterminée à une date donnée. C'est une reconnaissance de dette émise et signée par lui-même qu'il s'engage à payer à l'échéance

L'escompte est une opération qui consiste pour une banque à acheter à une entreprise les effets de commerce dont elle est porteuse (le bénéficiaire final) avant l'échéance, le cédant (le bénéficiaire du crédit) reste garant du paiement ». La cession de la créance au profit d'un tiers s'effectue par endossement.

2.2.4.3.2. L'affacturage

L'affacturage est un procédé de financement et de recouvrement des créances commerciales par l'intermédiaire des sociétés spécialisées.

Le contrat d'affacturage comporte différentes caractéristiques :

-Le règlement immédiat du montant des créances aux fournisseurs, déduction faite d'un intérêt et d'une commission ;

-Le recouvrement, à l'échéance, des créances auprès des clients ;

-Il inclut des conditions communes à tous les contrats (la durée, modalités de résiliation, etc.) et un certain nombre de conditions particulières propres à chaque adhérent (conditions qu'il convient de négocier). Il s'agit de la durée moyenne des crédits accordés, des modes de règlements utilisés, des modalités de rémunération de facteur etc.

-La créance diminue le coût de l'affacturage. Elle est inscrite chez le facteur au crédit du compte courant de l'adhérent qui peut en disposer librement par une simple demande auprès du factor dans les 48 heures maximum qui suivent la remise des créances. Au débit est porté le coût de l'affacturage (commissions et intérêts).

2.2.4.3.3. Les avances sur marchandises

Les avances sur marchandises reposent sur des suretés qui ont pour support les biens financés. La banque qui accorde le financement a ainsi, la possibilité de vendre les marchandises en cas de non remboursement de la créance. Généralement, ce sont les marchandises qui possèdent une valeur intrinsèque qui sont données en gage (les produits de grande consommation, par exemple). Ces marchandises ont comme caractéristiques de se conserver facilement (sont exclus les marchandises périssables) et de se vendre facilement, c'est-à-dire qu'elles ne doivent pas être soumises à des fluctuations importantes du prix.

Le montant des crédits accordés aux entreprises varie de un à trois mois de chiffre d'affaires, rarement au-delà. L'octroi du crédit se fait soit sous forme d'un découvert, soit par l'escompte d'un billet à ordre.

2.2.4.3.3. Les avances sur facture

Sont les avances de fonds accordées par une banque sur la base d'une facture de travaux ou de prestation effectivement réalisée et qui sont assorties d'un engagement de paiement irrévocable du donneur d'ordre (entreprise ou organisme initiateur ou bénéficiaire de la prestation).

2.2.4.3.4. Les avances sur marché public

Les avances sur marché public sont constituées par des crédits accordés par les banques aux entreprises réalisatrices de marché public (réalisation d'équipement public, prestation de services publics). Les avances consenties prennent deux formes :

-les avances sur créances nées non encore constatées : les créances nées signifient la réalisation des travaux et l'existence d'une créance mais, l'administration publique n'a pas encore pris l'engagement de payer les créances nées de ces travaux.

-Les avances sur créances nées et constatées : c'est des créances nées et que l'engagement de paiement de la part de l'administration publique est effectué par le comptable public.

2.2.4.3.5. Le crédit de mobilisation des créances commerciales (CMCC)

Le principe de CMCC est identique à celui de l'escompte. Mais contrairement à l'escompte, qui permet d'escompter des créances commerciales individualisées, le CMCC permet d'escompter un ensemble de créances commerciales ayant des échéances proches (environ 10 jours) regroupées sur un bordereau émis à l'ordre d'une banque. La banque escompte ce bordereau à la demande de son client et crédite le compte du client après prélèvement des agios. A l'échéance, le fournisseur encaisse le paiement des créances commerciales, et rembourse la banque du montant du bordereau.

2.2.3. Les modes de financement alternatifs

Il s'agit des autres modes de financements qui s'offrent à l'entreprise mais qui ne peuvent pas être classifiés dans les catégories de financement cités ci-haut. On trouve à ce titre :

- Le crédit-bail (leasing)
- Le capital investissement
- Les business Angels

2.2.3.1. Le crédit-bail (leasing)

Le crédit-bail (ou leasing) est simultanément un contrat ou un procédé d'investissement et de financement (utilisé par les PME/PMI), par les sociétés spécialisées à la demande d'une entreprise, un bien d'équipement professionnel ou un immeuble, qu'elle lui loue pour une période donnée et au terme de cette location le locataire peut opter entre :

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

Le crédit-bail est un accord contractuel entre un locataire et un bailleur. Le contrat stipule que le locataire a le droit d'utiliser un actif moyennant des paiements périodiques au bailleur qui demeure le propriétaire de l'actif. Le bailleur soit le fabricant de l'actif, soit une société de crédit-bail indépendant. Si le bailleur est une société de crédit-bail indépendant, il doit acheter l'actif auprès d'un fabricant ensuite, le bailleur livre l'actif au locataire et le crédit-bail entre en application⁴⁵.

On distingue deux types de crédit-bail qui sont :

2.2.3.1.1. Crédit-bail d'exploitation

Cette forme possède plusieurs caractéristiques importantes à savoir :

- Les termes du contrat de location sont habituellement plus courts que la durée de vie de l'actif à la fin de la durée de location. L'actif revient au bailleur, qui pourra soit le revendre, soit le relouer à un autre.

-Il existe habituellement du bailleur qu'il entretient et assure l'actif en location.

2.2.3.1.2. Le crédit-bail financier

Cette forme de crédit-bail est caractérisée par :

-Le crédit-bail financier n'oblige pas le bailleur à entretenir l'actif donné en location ;

-Il couvre toute la durée de vie de l'actif ;

-Le locataire a d'habitude le droit de renouveler le crédit-bail à son expiration.

2.2.3.1.3. Les caractéristiques du contrat de crédit-bail

Une opération de crédit-bail permet à l'entreprise de pouvoir utiliser un bien sans l'avoir financé entièrement. En ce sens, le crédit-bail se rapproche de la location (qui se caractérise par l'absence d'option d'achat) ou de la location-vente (qui se caractérise par une obligation d'achat). Une opération de crédit fait intervenir trois acteurs :

-L'entreprise qui veut disposer d'un bien mobilier ou immobilier (locataire) ;

⁴⁵ ROSS.S.A, WESTRFIELD.R.W. JAFFE.J.F, « Finance corporate », édition DUNOND, Paris, 2005, P.487.

-Le fournisseur (vendeur de ce bien)

-La société de crédit-bail (crédit d'équipement des petits et moyennes entreprises(CEPME), crédit national, filiales de banques, etc.).

Le locataire choisit lui-même le bien et définit avec le vendeur les caractéristiques et les conditions d'achat du bien. Sur le plan juridique, c'est le bailleur qui sera l'acquéreur et le propriétaire du bien et non le locataire. De ce fait, le locataire ne peut en aucun cas revendre le bien (cela constituerait un abus de confiance) et s'il fait faillite, le propriétaire peut faire valoir son droit de propriété.

Une fois que le dossier est accepté par le bailleur (sur la base de la situation financière du locataire), ce dernier paie le fournisseur pour que le bien soit livré au locataire. A partir de ce moment, l'entreprise assume les charges d'entretien du bien et doit à verser les loyers pour une durée souvent égale à la durée de l'amortissement ou à la durée de vie économique du bien. Ces loyers sont fonction de la charge de l'amortissement (remboursement du capital suite à un emprunt), du coût des capitaux immobilisés et du prix des services fournis par l'établissement financier. Ils sont généralement versés en début de période et échelonnés sur l'année (paiement trimestriel, semestriel...).

2.2.3.2. Capital investis ou capital-risque

Le capital risque est un investissement informel qui finance et soutient économiquement, stratégiquement des sociétés prometteuses, opérationnelles et à fort potentiel de développement (notamment des startups), non encore cotées en bourse.

Cet investissement est réalisé par des professionnels spécialisés ayant comme objectif principal la réalisation des plus-values dans un délai relativement court compris entre cinq (5) et sept(7) ans. L'entrée de ces investisseurs permet aux managers de profiter de leur expérience, conseil, et de leur carnet d'adresse. Cependant, il n'est pas rare que ces investisseurs occupent un siège au conseil d'administration assorti d'un poids non négligeable dans les prises de décisions.

Contrairement aux investisseurs formels tels que les banques ou les particuliers, la relation entre le capital-risque et une société n'est pas seulement économique ni même limitée à la relation créancier-débiteur. Le capital-risque intervient souvent de façon directe dans la gestion et la prise de décision, en tant qu'actionnaire, pour assurer la réalisation des objectifs fixés.

Le capital-risque permet d'améliorer le financement des entreprises à fort capacité de croissance en créant des conditions favorables pour l'octroi de crédits bancaires : c'est un levier pour accéder au financement bancaire.

L'avantage de ce capital est que la société n'est pas obligée de payer des intérêts sur l'investissement octroyé, même si l'entreprise réalise une perte. Mais l'entrée dans ce type de financement comporte des risques d'interférences non désirés dans la gestion de l'entreprise.

Pour éviter cela, il faut bien déterminer le type d'actions (prioritaires, avec ou sans droit de vote) que l'entreprise octroiera aux investisseurs.

2.2.3.3. Le business Angel

Business Angel traduit littéralement « ange affaire » appelé aussi « investisseur providentiel » désigne une personne physique qui investit à titre individuel dans une société innovante, à un stade précoce de création ou en début d'activité, période la plus risquée d'un investissement. En plus de ses fonds apportés, l'investisseur providentiel met à disposition son temps, son expérience, ses compétences, ses réseaux relationnels pour accompagner son développement.

Le business Angel se rassemble autour de trois profils à savoir :

- Un chef d'entreprise ou un cadre ayant accumulé un certain patrimoine et qui est en mesure d'investir entre 5 000 et 200 000euros par an.
- Un entrepreneur qui a précédemment créé sa société, qui l'a revendu quelques années plus tard et qui peut investir des montants entre 50 000 et 500 000 euros. Ce type de business Angel est peu développé.

En conclusion, nous avons constaté que l'entreprise dispose d'une panoplie de sources de financement pour faire face à ses besoins de financement. Le choix d'un tel ou tel moyen de financement repose sur un certain nombre de paramètres tel que le coût de la source de financement et son impact sur la valeur de l'entreprise.

Section 2 : La valeur de l'entreprise : Définitions et mesures

L'objectif premier de toute entreprise est la création de valeur, ce qui fait d'elle aujourd'hui un thème intéressant et important pour l'économie. La question de la valeur, de sa création et de son estimation a toujours suscité réflexion et controverses dont l'intensité trahit l'importance de l'enjeu.

La création de valeur peut être déterminée, dans la théorie financière, par plusieurs indicateurs de mesures, entres autres le rendement des actifs (ROA), le rendement des investissements (ROI) et le rendement des capitaux des capitaux propres (ROE).

Cependant, plusieurs auteurs, affirment que ces indicateurs montrent une insuffisance de mesure et offre une vision limitative. C'est pour cette raison que l'intérêt est porté à la nécessité de disposer de nouveaux instruments de mesure permettant de comprendre le processus de création de richesse des entreprises.

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

1. Définition de la valeur de l'entreprise

La valeur est un concept polysémique, omniprésent en sciences de gestion. Ainsi, Bréchet et Desreumaux (2001) considèrent la valeur comme : une notion régulièrement mobilisée en science de gestion et l'objet d'une pluralité de regards disciplinaire sans lecture fédératrice approfondie ». ⁴⁶

1.1. Définition économique de la valeur

La valeur d'un bien économique est ce qui détermine le rapport d'échange de ce bien avec un autre bien. **Les économistes classiques et les théoriciens marxistes** notamment, Smith, Ricardo et Marx partagent une théorie objective de la valeur. Objective par ce que ces auteurs cherchent à trouver un critère objectif, valable en tout temps et en tout lieu qui permet de déterminer ce qui fonde la valeur de toute chose.

Adam Smith cherche à distinguer valeur d'échange dont le fondement et la mesure réside dans le prix de marché et la valeur d'usage qui renvoie à l'utilité. Cependant Smith va plus loin et constate que la valeur d'utilité et la valeur d'échange ne sont pas corrélées. C'est le fameux paradoxe de l'eau et du diamant : l'eau a une très forte valeur d'usage (elle est très utile), pourtant elle ne vaut rien (elle est peu chère) : le diamant, pourtant inutile, à une très forte valeur d'échange.

Contrairement à ce que prétendent les classiques, les marginalistes affirment que la valeur d'échange est directement corrélé à la valeur d'usage, que cette dernière en est même

⁴⁶ C. Hoarau, R. Teller, « création de valeur et management de l'entreprise », édition Vuibert, Paris, 2001, P.08.

le fondement, et qu'elle dépend de l'utilité marginale, définie comme l'utilité d'un bien ou d'un service qu'un agent tirera à la consommation d'une unité supplémentaire.

Pour les néoclassiques notamment, Pareto, la valeur d'échange d'un bien ne dépend de rien d'autre que de la volonté de ceux qui l'échangent, fixée librement par contrat et déterminé au niveau global par la loi de l'offre et de la demande. Il n'y a donc absolument aucun intérêt à essayer de déterminer une valeur objective, puisque celle-ci diffère pour un même bien, selon le temps et le lieu. Il s'agit bien d'une approche subjective de la valeur, car l'offre et la demande s'ajustent elles-mêmes en fonction de l'utilité qui dépend certes de la rareté mais aussi et surtout des préférences des consommateurs (leurs utilités). Ce qui revient à dire, finalement que rien n'a de valeur, que tout a seulement un prix.⁴⁷

1.2. Définition Comptable de la valeur

La valeur comptable est une notion de comptabilité faisant référence à l'ensemble des actifs et du passif d'une entreprise. La valeur comptable représente précisément la valeur économique de chaque bien. Ainsi, la valeur comptable d'une entreprise correspond à la somme de la valeur de tous les actifs de l'entreprise, moins le passif. La valeur sera appelée valeur nette comptable (VNC) lorsque les amortissements ou provisions sont pris en compte.

1.3. Définition financière de la valeur

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

$$V = \frac{F1}{(1+t)^1} + \frac{F2}{(1+t)^2} + \frac{F3}{(1+t)^3} + \dots$$

La valeur d'une entreprise peut donc être définie comme la valeur nette actualisée des flux financiers dégagés par ses actifs (ou ses activités). Elle représente la richesse que cette dernière est potentiellement capable de créer.

1.4. Définition de la valeur pour l'actionnaire

Contrairement à l'entreprise, pour l'actionnaire l'indicateur de richesse de l'entreprise n'est pas son bénéfice net, mais l'excédent de trésorerie dégagé par celle-ci. En effet, cet excédent de trésorerie est soit redistribué aux actionnaires sous forme de dividendes, soit il est réinvesti dans les projets rentables pour engendrer à son tour des flux de trésorerie futures, et dans ce dernier cas, les investisseurs et analystes vont intégrer la perspective des flux de trésorerie à venir dans l'évaluation de l'action de l'entreprise.

Chaque entreprise cherche à créer et à maximiser sa valeur, qui est ce fameux pion, qui permet à l'entreprise d'avoir un futur fleurissant. Raison pour laquelle, une multitude de définition de la valeur a été recensé.

⁴⁷ C. Hoarau, Op. Cit, P.205.

2. Mesure de la valeur

La valeur d'une entreprise peut être déterminée selon deux critères : interne (valeur intrinsèque) et externe (valeur boursière).

2.1 La valeur intrinsèque

La valeur intrinsèque représente la valeur réelle d'un bien, d'un actif ou d'une entreprise. Cette valeur intrinsèque est déterminée en fonction d'évaluations d'objectives.

Pour une entreprise, la valeur intrinsèque d'un bien est la valeur qui correspond à la différence entre l'actif brut et les dettes de l'entreprise. Les indicateurs de valeur intrinsèques sont liés à la gestion interne de l'entreprise et sont aussi appelés indicateurs de gestion.

2.1.1. Les indicateurs comptables

Jusqu'au milieu des années 1980, l'entreprise communiquait essentiellement sur le résultat net ou le Bénéfice Par Action (BPA), paramètres éminents de la comptabilité mais aussi éminemment sujet à manipulations.⁴⁸ L'accent est progressivement mis sur la rentabilité économique et la rentabilité financière.

2.1.1.1. La rentabilité économique ou return on assets (ROA)

La rentabilité économique mesure le rendement de la totalité ou d'une partie des actifs figurants dans le bilan. Elle est déterminée en comparant le résultat net avec l'actif mobilisé :

$$ROA = \frac{\text{Résultat net}}{\text{actifs}}$$

2.1.1.2. La rentabilité financière ou return on equity (ROE)

La rentabilité financière mesure la capacité des capitaux investis par les actionnaires et associés (capitaux propres) à dégager un certain niveau de profit. Elle est obtenue en rapportant le résultat net réalisé au total des capitaux propres de l'entreprise.

$$ROE = \frac{\text{Résultat net}}{\text{capitaux propres}}$$

2.1.2. Les indicateurs financiers

Le meilleur des indicateurs de création de valeur est indiscutablement la Valeur Actuelle Nette (VAN). Son calcul s'étend nécessairement sur plusieurs périodes et mesure

⁴⁸ VERNIMMEN Pierre, Op. Cit, P.624.

exactement la valeur créée. La VAN peut être défini comme la différence entre la valeur actuelle et la valeur de marché (V_0).

Soit :

$$VAN = \sum_{i=1}^n \frac{Fi}{(1+t)^i} - V_0$$

Avec :

F_i : Flux de trésorerie générés

t : Taux d'actualisation

i : Nombre d'années

v_0 : Valeur de marché

2.1.3. Les indicateurs hybrides

Les indicateurs hybrides sont apparus avec la prise de conscience que la rentabilité dégagée est, en tant que telle, un critère insuffisant en matière de valeur puisqu'elle ne prend pas en compte la notion de risque. La rentabilité dégagée reste à comparer aux coûts des capitaux employés. Ainsi la ROA doit être mise en regard du coût moyen pondéré du capital pour mesurer si la valeur a été créée ou détruite.

2.1.3.1. Le profit économique ou l'Economic Value Added (EVA)

L'EVA est apparue au début des années 1990. Inventer 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 donné d'évaluer la rentabilité d'un investissement revenant aux actionnaires après rémunération du capital employé ou investis. Autrement dit, l'idée de base de l'EVA, consiste à dire qu'une entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires dès lors que la rentabilité des capitaux investis dépasse le coût des différentes sources de financement utilisées, au bien les dettes que les fonds propres.

Cela se justifie, par le fait que ces derniers ne représentent pas un moyen de financement gratuit puisque les actionnaires exigent une rémunération pour le risque pris.

L'EVA se définit donc comme étant la différence entre le résultat opérationnel de l'entreprise après impôt et la rémunération du capital utilisé pour son activité.⁴⁹

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

Ainsi :

⁴⁹ BOGLIOLO F., « Des stratégies créatrices de valeur », les cahiers entreprise et finances, 1998, P.39.

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

Au-delà de cette formule, il existe d'autres manières de calculer le profit économique.

Comme:

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{NOPAT} - \text{Rémunération du capital} \\ \text{EVA} &= \text{NOPAT} - \text{Coût du capital} \times \text{Capital investis} \end{aligned}$$

Avec :

R_e : Taux de rentabilité économique après impôt

K : Coût moyen pondéré du capital

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

Interprétation de l'EVA :

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

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

Une EVA négative signifie qu'il y'a destruction de valeur.

Le message central de l'EVA consiste donc à dire qu'il ne suffit d'avoir un résultat net positif ou un certain niveau de bénéfice par action mais l'entreprise doit gagner assez pour couvrir le coût de la dette et le coût d'opportunité du capital avant même de penser à créer de la valeur.

2.1.3.2. Le cash flux return on investment (CFROI)

Le CFROI correspond à la version originale à la moyenne des taux de rentabilité interne des investissements actuels de l'entreprise.

Le CFROI est le taux de rentabilité interne qui égalise l'actif économique de l'entreprise (calculé avant dotation aux amortissements et réévalué du taux d'inflation) et la série des excédents brut d'exploitation après impôt, calculé sur la durée de vie des actifs immobilisés en place. Cette dernière s'estime en divisant la valeur brute des immobilisations par la dotation aux amortissements de l'année. Le CFROI est alors comparé au coût moyen pondéré du capital : supérieur, l'entreprise crée de la valeur ; inférieur, elle en détruit.

Le CFROI se calcul comme suit :

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

Avec:

CFE : Cash-Flow d'Exploitation

K : Coût moyen pondéré du capital

AE : Actifs Economique

2.2 La valeur boursière

La valeur d'une entreprise cotée est déterminée par des indicateurs autres que ceux énumérés précédemment. La valeur exacte de cette entreprise est déterminée par des indicateurs spécifiques et les plus connus sont : le TSR (Total Shareholder return), la MVA (Market Value Added) et le M/B ratio (market to Book).

2.2.1 Le Total Shareholder Return (TSR) ou la rentabilité totale pour l'actionnaire

Le TSR correspond au taux de rentabilité actuariel qui permet à un actionnaire d'évaluer sur une période donnée la rentabilité globale de son investissement, l'investissement dans ce cas correspond à l'achat d'une action. Concrètement, le TSR mesure la création de valeur actionnariale à partir des flux de revenu acquis par la détention d'une action.

$$\text{TSR} = (\text{prix au début de période} - \text{prix en fin de période}) + \text{tous les dividendes perçus au cours de la période} + \text{les plus-values réalisées.}$$

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

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

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

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

Le TSR peut se calculer ex post, à partir de données passées, sur différents horizons (généralement de 5 à 10ans) ou ex ante, en fonction de données prévisionnelles. Ex post, il mesure la rentabilité de l'investissement alors qu'ex ante correspond à la rentabilité exigée par les actionnaires.⁵⁰

⁵⁰MOTIS N. et PONSARD J., « Création de valeur et politique de rémunération : enjeux et pratiques », Annales des Mines, Paris, P.81.

2.2.2. La MVA (Market Value Added)

La valeur ajoutée de marché ou Market Value Added (MVA) est la différence entre l'évaluation en bourse d'une entreprise cotée et le montant de la valeur comptable ajustée de la créance et des capitaux propres investis dans l'entreprise. Dans le même ordre d'idées **Charreaux G.** (1998) définit la MVA, « la valeur de marché ajoutée », comme la différence entre la valeur de marché des capitaux investis (**VM**) : capitaux propres et dettes financières et la valeur comptable de ces mêmes capitaux (**VC**). D'où la formule suivante :

$$MVA = VM - VC$$

Interprétation de la MVA

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

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

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

Les indicateurs de mesure de la valeur que nous venons de présenter ne sont pas les seuls. Il en existe plusieurs. Si nous ne pouvons pas tous les analyser, il est cependant judicieux d'en énumérer quelques-uns. IL s'agit du: total business return (TBR), earnings before interest and taxes (EBIT), net operating profit after tax (NOPAT), le book to market et bien d'autres.

Section3: Décision de financement et la valeur de l'entreprise

L'entreprise pour financer ses besoins d'exploitation et d'investissement doit faire recours aux différents modes de financement dont elle dispose. Comme aucune ressource n'est gratuite, le recours au financement par dettes ou par fonds propres engendre des coûts. L'entreprise crée de la valeur si et seulement si les rendements réalisés couvrent les coûts de financement et dans le cas contraire elle ne la crée pas. Dans ce cas, l'entreprise choisie donc le mode de financement le plus adéquat à sa situation et le plus créateur de valeur.

Créer de la valeur consiste donc à prendre des décisions de financement susceptibles de déboucher sur des avantages compétitifs et durables, en formes de réductions de coût et de maximisation de la valeur.

1. Les fonds propres et la valeur de l'entreprise

Pour son activité, l'entreprise à besoin de fonds pour financer ces investissements. Ces fonds représentent l'ensemble des capitaux apportés par les associés lors de la création de la société, à l'occasion d'une augmentation de capital, mais aussi les revenus issu de son

activité. Ces fonds doivent assurer le financement de ses investissements et de son exploitation⁵¹. Vu que l'entreprise ne dispose d'aucune ressource gratuite, elle doit adopter une stratégie de financement lui permettant de créer de la valeur et couvrir le coût des fonds engagés. Ces fonds peuvent avoir des impacts positifs comme négatifs sur la valeur de l'entreprise.

1.1. Les effets positifs des fonds propres sur la valeur

Il existe une multitude d'effet positif des fonds propres sur la valeur de l'entreprise parmi lesquels nous avons :

1.1.1. les fonds propres sources de confiance

Le niveau des fonds propres dans le capital de la société est très important car il permet d'assurer la pérennité de l'entreprise en contribuant à la couverture des risques de l'activité. Les fonds propres offrent aussi une grande capacité d'endettement lorsque le besoin de se financer par des ressources externes se présente car plus la part des fonds propres est importante dans le capital de la société plus elle dispose des capacités de remboursement et donc améliorer la qualité des relations avec les établissements financiers, les fournisseurs avec qui l'entreprise effectue des achats à crédit : c'est un élément de confiance⁵².

1.1.2. Les fonds propres levier de rentabilité

Le financement par des fonds propres est un levier de rentabilité car l'entreprise pour assurer sa survie et son développement, est contrainte de réaliser des rendements supérieurs à la rentabilité exigés par les apporteurs de fonds. Une entreprise qui réalise un certain niveau de rentabilité économique peut bénéficier des avantages de l'endettement à condition que cette rentabilité soit supérieure au coût de la dette.

1.1.3. Les fonds propres signe de bons stress

Le financement par fonds propres a moins de fardeau que le financement par emprunt bancaire par ce qu'il n'y a aucun prêt à rembourser ce qui est un anti-stress pour les dirigeants. Le financement par fonds propres est d'une grande importance pour les dirigeants de l'entreprise du fait qu'il se substitue à toutes autres sources de financement et par conséquent épargne les dirigeants aux paiements d'intérêts excessifs qui pourrait impact la valeur de l'entreprise (Myers et Majluf 1984).

1.2 Les effets négatifs des fonds propres sur la valeur de l'entreprise

Bien que le financement par fonds propres constitue un élément très important dans la création de valeur de l'entreprise, il peut cependant constituer un plus grand risque pour l'investisseur.

1.2.1. La perte du contrôle

Le prix à payer pour le financement par les capitaux propres et de ces avantages potentiel, est très souvent la perte de contrôle (fragmentation du capital) de la société par les

⁵¹ CHARREAUX Gérard, « gestion financière », édition litec, 1986, P.49

⁵²MYERS.C.S. « the capital structure puzzle », journal of finance, 39, n°3 1984, P.575-592.

anciens associés. Exemple, les entreprises familiales⁵³. Cette perte est souvent synonyme de perte de valeur car les entreprises qui procèdent à une augmentation de leur capital seront dans obligation de partager certaines informations financières en vue du respect de la loi et de la réglementation. Par exemple les bilans comptables, les stratégies de financement ce qui pourrait profiter à la concurrence.

1.2.2. Les fonds propres un investissement couteux

Compte tenu des risques pris par les investisseurs et les coûts d'opportunités qu'ils renoncent, les actionnaires exigent un retour sur investissement élevé qui contraint souvent les dirigeants à créer des valeurs importantes pour assurer la rentabilité de ces fonds alors que, plus ces coûts sont élevés moins les conditions de création de valeurs par les managers sont favorables.

1.2.3. Fonds propres source de conflit

Jensen et Meckling (1976) définissent la firme comme un nœud de contrat regroupant des individus ayant des intérêts et d'objectifs divergents. De ce fait, les dirigeants qui sont censés maximiser la valeur de l'entreprise et celle des actionnaires, cherchent à maximiser leur propre fonction d'utilité. Pour éviter cela, l'entreprise engage des coûts supplémentaires pour le contrôle et la surveillance de ces derniers, ce qui est source de diminution de valeur.

2. L'endettement et la valeur de l'entreprise

Pour sa survie et son développement, l'entreprise doit adopter une politique d'investissement permettant d'augmenter son capital d'exploitation. Pour cela, il est nécessaire de disposer de financements provenant des créanciers. Ces financements peuvent impacter la valeur de l'entreprise mais génèrent aussi des coûts qui conduisent souvent l'entreprise à la faillite.

Avant d'entamer les effets de l'endettement sur la valeur de l'entreprise. Nous allons essayer de faire une petite description de la notion **effet de levier**.

2.1. Effet de levier d'endettement

L'entreprise, pour améliorer la rentabilité des capitaux propres, peut faire recours à des financements bancaires. A travers l'effet de levier l'entreprise peut mesurer l'incidence de l'endettement sur la rentabilité des capitaux propres. En d'autre terme, l'effet de levier explique le taux de rentabilité des capitaux propres en fonction du taux de rentabilité de l'actif économique et du coût de la dette.⁵⁴

BOBIE et MERTON définissent l'effet de levier comme : « L'impact de l'endettement sur la rentabilité financière. Les actionnaires d'une entreprise utilisent l'endettement pour augmenter leur rentabilité financière, mais contribuent aussi en même temps, à l'augmentation de la sensibilité financière aux variations de la rentabilité économique. En d'autre terme, en

⁵³ ABAOUB Ezzeddine, ELLOUZE Dorra, op cit, P.75.

⁵⁴ VERNIMMEN Pierre, Op. CIT, P.292.

utilisant l'effet de levier, les actionnaires d'une entreprise se soumettent à un risque financier, en plus du risque économique qu'ils supportaient déjà ». ⁵⁵

L'effet de levier se calcul de la manière suivante :

$$e \text{ levier} = (\text{ROA} - i) \times D / \text{CP}.$$

Interprétation :

Si $\text{ROA} > T$: L'entreprise présente un effet de levier positif : plus elle est endettée plus elle est rentable financièrement ;

Si $\text{ROA} < T$: L'entreprise présente un effet de levier négatif ou effet de massue: plus elle est endettée moins elle est rentable financièrement;

Si $\text{ROA} = T$: L'entreprise ne présente ni effet de levier ni effet de massue. Dans ce cas, la rentabilité est indépendante de sa structure financière. ⁵⁶

Avec :

ROA : Rentabilité économique ;

i : Coût de la dette net ;

D : Endettement net ;

CP : Capitaux propres ;

T : Taux d'intérêt.

2.2. Les effets positifs de l'endettement sur la valeur

Les effets positifs de l'endettement sur la valeur de l'entreprise sont nombreux et variés. Parmi eux nous pouvons énumérer :

2.2.1. L'endettement comme levier de rentabilité

L'endettement permet à l'entreprise de poursuivre la politique de financement mis en place lorsque l'autofinancement est insuffisant. Autrement dit, plus l'endettement augmente, plus la rentabilité exigée par les actionnaires augmente. Les dirigeants dans ce cas seront contraints de maximiser la valeur de l'entreprise.

2.2.2. La dette procure des avantages fiscaux

Dans un second article, Modigliani et Miller ont refait, en 1963, leur démonstration en tenant compte, cette fois-ci, de l'impôt sur les sociétés et parviennent à une conclusion de non neutralité de la structure financière sur la valeur de l'entreprise. En effet, la dette permet de

⁵⁵ BOBIE & MERTON, «Finance», Nouveaux horizons, Paris, P.94.

⁵⁶ OGIEN. D, «Gestion financière de l'entreprise »édition DUNOD, Paris, P.80.

bénéficier d'un avantage fiscal lié à la déductibilité des charges financières réduisant le montant du bénéfice imposable.

2.2.3. L'endettement joue un rôle disciplinaire

L'endettement à un pouvoir d'incitation à la performance⁵⁷, plus une entreprise est endettée, plus le risque de faillite est grand. Or pour les dirigeants, la faillite signifie généralement la perte de leur emploi, de leurs rémunérations, et de leurs avantages en nature. Ils sont donc conduits à maximiser les profits et la valeur de la firme.

L'entreprise dans ce cas, peut s'endetter sans pour autant avoir un besoin de financement, mais uniquement pour bénéficier de ses nombreux avantages et par la suite de maximiser sa valeur.

2.3. Les effets négatifs de l'endettement sur la valeur

Si l'endettement peut, comme nous l'avons cité précédemment, être créateur de valeur, son excès est nuisible. Les précurseurs comme Beaver (1966) puis Altman (1968) ont démontré que l'endettement joue un rôle considérable dans la défaillance et la destruction de valeur des entreprises.

2.3.1. L'endettement comme source de faillite

En présence d'impôt sur les sociétés, la valeur de l'entreprise s'accroît dans un premier temps sous l'effet des économies d'impôt entraîné par la déductibilité des intérêts pour ensuite diminuer quand ses gains sont compensés par le coût de faillite. En effet, un endettement excessif engendre un accroissement du risque de défaut de remboursement de l'entreprise à l'égard de ses créanciers.

Le coût de faillite peut être défini comme un coût additionnel qui réduit la valeur de l'entreprise. Il s'agit essentiellement, des dépenses réalisées par les dirigeants de l'entreprise pour éviter la faillite : frais de notaires, d'avocats (honoraires), et surtout des coûts liés à la perte de confiance de la part des clients, fournisseurs et employés. Ces coûts qui dépendent de la taille de chaque entreprise, impactent considérablement la valeur de l'entreprise.

2.3.2. L'excès de l'endettement signe du mauvais stress pour les parties prenantes de l'entreprise

La crainte des partenaires peut se révéler être un élément amplificateur des difficultés présentes et favorise la destruction de valeur de l'entreprise.

Si les dirigeants craignent de ne pas voir leurs contrats honorés, ils vont chercher à mieux se couvrir (enracinement). Un tel acte peut amplifier les difficultés de l'entreprise. Il en est de même pour les créanciers, s'ils ne se sentent pas garantis, ils vont retirer leur confiance

⁵⁷ Gérard HIRIGOYEN, Jean Pierre JOBARD, Op. Cit, p67.

à la firme. Cela se traduira par des garanties plus importantes, soit par un rationnement partiel ou total du crédit.

Ce mécanisme contraint l'entreprise de maintenir son activité ou de poursuivre son développement et de faire face à ses concurrents. Elle ne pourra que se financer par ressources internes qui, dans la plupart des cas, se révélera insuffisant pour redémarrer le processus de création de valeur.

L'endettement excessif peut également générer des conflits entre les actionnaires et les obligataires.⁵⁸ Dans une situation où une entreprise est sur le point de faire faillite, il y'a de fortes probabilités que, dans un avenir proche, la valeur de l'entreprise soit abandonnée aux obligataires.

Si les dirigeants adhèrent et dirigent l'entreprise aux seuls intérêts des actionnaires, ils vont donc provoquer un transfert de richesse des obligataires vers les créanciers : acceptation de VAN négative ou encore acceptation d'investissements qui procurent aux actionnaires des avantages aujourd'hui au détriment de la firme de demain, c'est-à-dire des obligataires. Toutes ces décisions contribuent à diminuer la valeur de l'entreprise.

Enfin, les salariés de peur de perdre leur emploi auront la tentation de chercher un emploi chez les concurrents. Cette action est doublement néfaste pour la firme. D'une part, elle perd un savoir-faire qui lui sera coûteux de retrouver et d'autre part, les réductions d'effectifs engendrent le plus souvent une démotivation chez les salariés restants. Cette démotivation peut se traduire par une baisse sur la qualité des biens et services vendus.

2.3.3. L'endettement : un signal envoyé aux concurrents

Comme nous l'avons cité dans le chapitre précédent, afin de faire face à la difficulté des investisseurs de se faire une idée sur la qualité de gestion des firmes en raison d'une asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les actionnaires, les pourvoyeurs de fonds seront toujours à la recherche d'un signal leurs permettant d'espérer une rentabilité supérieure ou un risque moindre. De ce fait, l'augmentation de l'endettement constituerait un bon signal sur la qualité de la firme et de ses investissements.

Ce signal permet aussi aux différents concurrents de l'entreprise de se faire une idée sur sa situation financière et sa potentielle politique de croissance mais aussi de mieux savoir comment la faire face. Donc dans de pareille situation, le signal envoyé par l'entreprise au marché peut être un élément destructeur de valeur.

Tous ces éléments peuvent alors engendrer un cycle infernal qui se traduira par une baisse de la performance et au-delà par une faillite et une destruction de valeur de l'entreprise.

Afin d'avoir une lecture plus simple de l'impact de la décision financement sur la valeur de l'entreprise, nous proposons le tableau ci-dessous.

⁵⁸ BARHROUJ Tawfiq, « l'endettement et la valeur de l'entreprise » mémoire de master, ENCG, 2014, P.13.

Tableau N°2 : Récapitulatif des effets des modalités de financement sur la valeur de l'entreprise

	Effets positifs	Effets négatifs
Fonds propres	-Source de financement -Lever de rentabilité -Signe de bon stress	-Perte de contrôle -Instrument coûteux - Source de conflits
Endettements	-Lever de rentabilité -Avantages fiscaux -Rôle disciplinaire	-Source de faillite -Signe de mauvais stress -Signal envoyé aux concurrents

Source : Conception personnelle à partir d'ouvrages financiers

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

Conclusion du chapitre II

Au terme de ce chapitre, nous pouvons affirmer que l'entreprise dispose d'une panoplie de sources de financement et chacune d'elle peut avoir un impact sur sa valeur.

L'entreprise, pour faire face à ses besoins de capitaux, doit faire recours aux différentes modalités de financements dont elle dispose. Le choix d'un mode de financement est fonction du besoin à financer, qui peut être un besoin immédiat qui répond à une dépense d'exploitation, comme il peut concerner une longue période qui répond à une dépense d'investissement; du coût de la source mais aussi de son impact sur valeur de l'entreprise.

Le concept de valeur ne fait pas l'unanimité, il est métamorphosé au cours des ans. Plusieurs conceptions et définitions de la valeur ont été développées par différents auteurs. Selon Lord (1932), il y'a fort longtemps « ce qui ne se mesure pas, n'existe pas », autrement dit nous ne devrions pas se limiter à la définition de la valeur, nous devrions surtout la

mesurer. Partant de ce principe, plusieurs indicateurs de performance ont été développés afin de mesurer et d'évaluer la valeur de l'entreprise.

Dans le cadre de la décision de financement, l'entreprise est généralement amenée à utiliser une combinaison de ressources financières : des fonds propres à l'entreprise, des apports en capitaux et de l'emprunt lors d'une insuffisance de couvertures des dépenses d'investissement.

Le choix entre fonds propres et dettes traduit l'impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise. Il relève aux dirigeants de l'entreprise qui ont pour objectif la création de valeur, de choisir entre ces deux ressources car chacune d'elle présente des effets positifs comme négatifs sur la valeur. Bien que l'endettement présente des avantages considérables comme la discipline des dirigeants, la déductibilité des charges fiscales, son recours accru peut aussi engendrer des coûts élevés qui peuvent affecter la capacité de remboursement, de financement et peut même conduire l'entreprise à la faillite. Il en est de même pour les fonds propres car leur coût est proportionnel au risque que subissent les actionnaires. Toutefois, ce risque peut être compensé par les avantages dont procure cette source de financement. De ce fait, l'entreprise est aujourd'hui amenée à déterminer la structure optimale qui minimise le coût du capital et maximise sa valeur.

Chapitre III :
Etude de l'impact de la
structure financière sur la
valeur du groupe industriel
SAIDAL

Introduction du chapitre III

A travers ce chapitre, notre objectif consiste à étudier l'impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise. Afin de répondre à notre problématique de recherche et aux questions posées, il serait plus judicieux de mettre en exergue la présentation d'un cas pratique concernant une entreprise cotée.

Le groupe SAIDAL fait partie des plus grandes entreprises algériennes. Son activité s'étale sur plusieurs secteurs différents.

Notre travail de recherche se base sur l'étude des documents comptables du groupe SAIDAL (bilan, TCR entres autres) des trois dernières années, ce qui nous permettra d'établir une relation entre la structure financière et la valeur de l'entreprise.

Dans ce chapitre, la première section traitera la présentation et l'organisation du groupe SAIDAL, la seconde section portera sur l'analyse de la structure financière et enfin la troisième sera axée sur l'analyse de la valeur à partir des indicateurs de performance.

Section1:Présentation et organisation du groupe industriel SAIDAL

Cette section est réservée à la présentation et l'organisation du groupe industriel SAIDAL.

1. Présentation du groupe SAIDAL

Créée en avril 1982, immatriculée sous le registre de commerce N°00B0342357, Le groupe industriel SAIDAL est une société par action (SPA), au capital de 2 500 000 000.00 de dinars algérien¹⁰⁷ Son capital est détenu majoritairement par l'Etat (80%) et le restant (20%) a été cédé en 1999 par le biais de la bourse à des investisseurs institutionnels et à des personnes physiques.

Organisé en groupe industriel, SAIDAL compte aujourd'hui (2019) plus de trois mille (3 000) salariés, six (6) sites de production implantés dans quatre wilayas différentes, trois centres de commercialisation, un centre de recherche et développement et une structure dédiée aux études de bioéquivalence.

1.1. Missions

En tant que premier producteur de médicaments génériques en Algérie, SAIDAL a pour mission première de mettre à la disposition des patients, une gamme riche et diversifiée

¹⁰⁷ D'après le rapport de gestion du conseil d'administration 2019

de médicaments de qualité et de contribuer à l'amélioration de l'accessibilité des patients aux traitements par l'adoption d'une politique tarifaire favorisant de larges couches de la société.

Sa position d'entreprise publique lui confère également la mission d'accompagner la politique de santé publique dans le développement de l'industrie pharmaceutique par le choix d'investissements orientés vers la satisfaction des besoins de la population.

1.2. Objectifs

Les activités du groupe SAIDAL sont déployées pour réaliser six principaux objectifs stratégiques :

- conforter sa position de leader sur le marché nationale ;
- Améliorer sa rentabilité pour assurer sa pérennité et remplir ses obligations vis-à-vis de ses actionnaires ;
- Stabiliser ses compétences et développer ses ressources humaines ;
- Constituer pour les Pouvoir Publics, un instrument privilégié pour asseoir la politique nationale du médicament et contribuer de façon décisive à la facture du médicament et à la régulation du marché ;
- Construire une culture d'entreprise partagée par l'ensemble des travailleurs ;
- Développer le partenariat pour acquérir de nouvelles technologies et élargir sa gamme de production vers les médicaments innovants ;

1.3. Partenariats

Pour le groupe SAIDAL, engagé actuellement dans un ambitieux programme d'expansion, de développement du partenariat représente un levier essentiel pour réaliser ses objectifs de développement.

Six partenariats sont, aujourd'hui, conclus avec de grands laboratoires internationaux. Ces partenariats qui recouvrent plusieurs formes (industriel, session de licence et création de sociétés conjointes), sont des partenariats basés essentiellement sur le transfert de technologie et de savoir-faire, et fondés sur la confiance et la complémentarité des partenaires, à savoir :

-Saidal-Pfizer : Partenariat conclu en 1997 à travers la création de Pfizer SaidalManufacturing (PSM), une société conjointe entre Saidal (30%) et Pfizer (70%). L'usine PSM implantée à Alger est en production depuis 2003.

-Saidal-Sanofi : Partenariat conclu en 1996 à travers la création de Winthrop Pharma Saidal (WPS), une société conjointe entre Saidal (30%) et Sanofi (70%). L'usine WPS implantée à Alger est en production depuis 2003.

-Saidal-Acdima-Spimaco-JPM : Partenariat conclu en 1999 à travers la création de Tassili Arab Pharmaceutical Company (TAPHCD), une société conjointe entre Saidal

(44,51%), Acdimia (28.98%), Spimaco (21.97%) et JPM (4.54%). L'usine de production totalement réalisée et réceptionnée en 2015.

-Saidal-NorthAfrica Holding Company (Koweït)-Fonds National d'investissement: Partenariat conclu en 2012 pour la création de SaidalNorthAfrica Holding Manufacturing (SNM), société conjointe entre Saidal (49%), NorthAfrica Holding Company (49%) et Fonds National d'Investissement (2%). La société est en charge de réaliser une unité spécialisée dans la production de médicaments anticancéreux (projet en phase d'étude).

-Saidal-Novo Nordisk (Partenariat industriel) : Partenariat conclu en 2012 pour la production de toute la gamme d'insuline de Novo Nordisk sous forme de flacons (usage hospitalier) et de cartouches. L'usine est en réalisation depuis Août 2015.

-Saidal-Julphar (Emirats Arabes Unies) : Un partenariat concrétisé en 2016 entre Saidal et Julphar, cette dernière détient 40% d'Iberal (filiale de Saidal).

1.4. Les sites et centres du groupe SAIDAL

Le groupe industriel SAIDAL compte aujourd'hui six sites de production répartis comme suit :

-Site de production de Dra El Beida : elle produit une gamme de médicaments très large dans plusieurs formes galéniques : comprimés, gélules, sirops, formes pâteuses...

-Site de production d'El Harrach : elle est spécialisée dans la fabrication des sirops, solutions, comprimés, dragées et pommades.

-Site de production de gué de Constantine : elle est spécialisée dans la fabrication des formes galéniques : comprimés, suppositoires, ampoules buvables, solutés massifs, poches et flacons.

-Site de production de Médéa : elle est spécialisée dans la production des antibiotiques pénicilliques et non pénicilliques, dotée d'installations nécessaires à la fabrication des médicaments depuis l'obtention du principe actif jusqu'à sa mise en forme galénique.

-Site de production de Constantine : elle est spécialisée dans la fabrication des formes liquides.

-Site de production d'Annaba : elle est spécialisée dans la fabrication des formes sèches (comprimés et gélules).

1.5. Historique

Comme toutes les entreprises industrielles importantes qui existent dans le monde, SAIDAL a connu plusieurs restructurations durant son existence. Ces transformations multiples (organique, industrielle, juridique et financière) ont été décidées par le centre et ont donné lieu à des modes d'organisation correspondant au modèle de développement de l'économie nationale qui prévalait à cette période.

Les principales dates ayant marqué l'évolution du groupe SAIDAL sont :

1982 : Création de l'entreprise nationale de production pharmaceutique suite à la restructuration de la pharmacie centrale.

1985 : Changement de dénomination de Pharmacie Centrale Algérienne (PCA) en entreprise nationale de production pharmaceutique sous le sigle « SAIDAL ».

1989 : SAIDAL devient autonome et société par action au capital de 80 000 000 DA détenu par trois fonds de participation (chimie pharmacie, mines et équipements).

1996 : Dissolution des fonds de participation, SAIDAL devient propriété à 100% du holding chimie pharmacie.

1998 : Transformation de SAIDAL en groupe industriel avec trois filiales de production et deux unités de services.

1999 : Introduction à la Bourse des Valeurs d'Alger (BVA) et cession de 20% de son capital aux privés.

2009: Augmentation de sa part dans le capital de SOMEDIAL à hauteur de 59%.

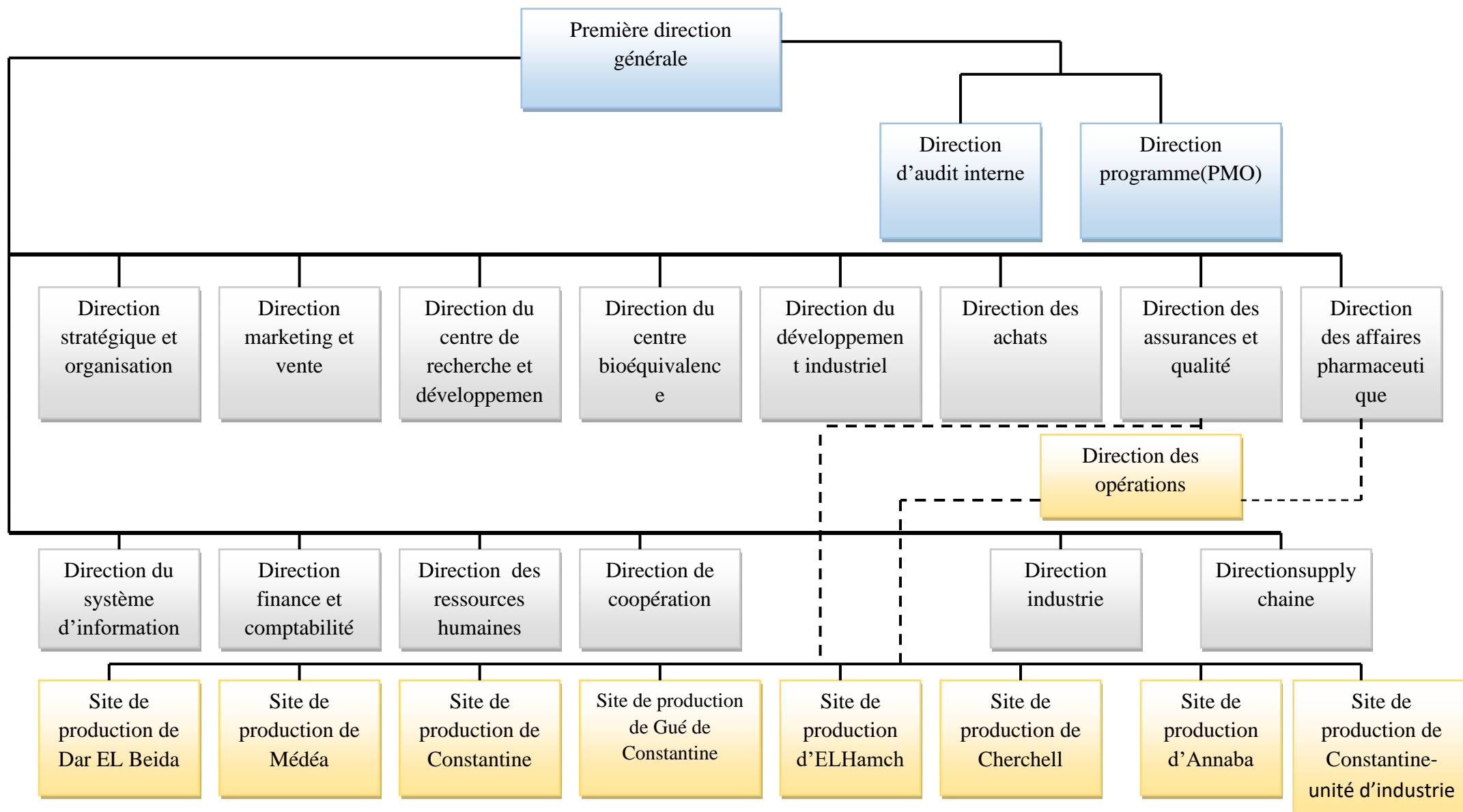
2014: Fusion par voie absorption, des filiales Antibioal, Biotic et Pharmal par Saidal.

2016 : Inauguration de l'usine TAPHCO et du centre de bioéquivalence par Monsieur le ministre de l'industrie et des mines

2. L'organisation du groupe industriel SAIDAL

La société SAIDAL a procédé en janvier 2014 à la fusion par voie d'absorption, des filiales Antibioal, Biotic et Pharmal. Cette décision approuvée par ses organes sociaux a donné lieu à la nouvelle organisation suivante :

Schéma N°2 : organigramme du groupe SAIDAL



Source : conception personnelle à partir des données de Saidal, 2019.

Le groupe industriel SAIDAL crée pour faire face à la concurrence étrangère suite à l'ouverture du marché algérien de médicament est devenu aujourd'hui, le plus grand producteur de médicaments en Algérie. L'élaboration de certains partenariats et la multiplication de ses sites de production montrent son envie énorme de conquérir encore le marché algérien, mais comme toute entreprise, le groupe SAIDAL fait aussi face à des obstacles qui freinent sa croissance et son développement.

Section 2. Analyse de la structure financière du groupe SAIDAL

Le bilan permet d'obtenir la meilleure image de la structure financière d'une entreprise. Il sert de base pour étudier la structure financière puisqu'il fournit la balance comptable des ressources et leurs emplois.

Au cours de cette section, nous analyserons à partir du bilan, la structure financière du groupe SAIDAL durant la période 2017-2019, en analysant l'évolution des grandes masses et en étudiant son équilibre à partir des indicateurs d'équilibres financiers.

1. Présentation des bilans financiers

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

1.1. Présentation des emplois du bilan du groupe SAIDAL durant la période 2017-2019

Le tableau ci-après représente la partie « emplois » des bilans financiers du groupe Soidal durant la période 2017-2019. Il est déduit à partir des bilans comptables des mêmes exercices.

Tableau N° 3: Bilans financiers « partie emplois » des exercices « 2017 à 2019 »

EMPLOIS			
	2017	2018	2019
Valeurs immobilisées (VI)			
Ecart d'acquisition (ou good will)	115 414 200.00	115 414 200.00	141 648 564.00
Immo incorporelles	13 643 850.00	139 733 986.51	174 057 244.76
Immo corporelles			
Terrain	10 383 338 837.77	2 391 687 791.42	3 805 721 423.42
Batiments	1 766 306 904.14	2 312 989 288.09	7 492 164 949.94
Autres immo corporelles	1 351 564 1152.29	3 976 090 139.77	5 632 128 168.46
Immo en concession	276 361 487.38	0.00	0.00
Immo en cours	13 501 512 857.53	10 759 890 495.72	3 580 260 802.98
Immo financiers			
Titres mis en équivalences e/ses	1 466 608 492.92	1 433 217 458.23	2 960 993 718.84
Autres participations et créances rattachées	630 537 294.94	223 859 928.10	48 760 055.87
Autres titres immobilisés	4 000 000 000	3 000 000 000	2 500 000 000
Prêt et autres actifs financiers non courants	157 814 646.73	152 869 240.73	107 512 187.56
Impôt différés d'actif	296 251 741.16	324 860 044.51	329 960 563.53
TOTAL VI	33 959 354 465.81	24 830 612 573.08	26 773 207 679.36
Valeur d'Exploitation (VE)			
Stock et encours	4 883 145 010.78	6 288 271 950.21	6 887 530 621.19
TOTAL VE	4 883 145 010.78	6 288 271 950.21	6 887 530 621.19
Valeur Réalisable (VR)			
Clients	3 192 081 776.57	3 681 013 225.61	3 177 533 740.40

Autres débiteurs	1 357 618 287.35	1 391 490 814.49	1 436 859 091.79
Impôts	169 292 263.58	228 705 651.05	222 336 344.63
TOTAL VR	4 718 992 327.50	5 301 209 691.15	4 836 729 176.82
Valeur Disponible (VD)			
Placement et autres actifs non courants	18 559 989.19	18 559 989.19	18 559 989.19
Trésorerie	4 738 892 796.95	3 135 689 758.29	1 918 151 410.7
Total VD	4 757 452 786.14	3 154 249 747.48	1 936 729 176.82
TOTAL EMPLOIS	48 318 944 590.23	39 434 178 877.27	40 434 178 877.27

Source : Conception personnelle à partir des bilans comptables des exercices 2017 à 2019, (annexe N°2, 6,10)

Afin de déterminer l'évolution de la structure financière (les emplois) du groupe industriel SAIDAL, nous allons faire ressortir les grandes masses des bilans financiers des exercices 2017 à 2019 à partir du tableau N°3.

Tableau N°4: Bilans financiers en grandes masses « partie emplois » des exercices « 2017 à 2019 »

Emplois						
	2017	%	2018	%	2019	%
VI	33 959 354 465.81	71%	24 830 612 573.08	63%	26 773 207 679.36	66%
VE	4 883 145 010.78	10%	6 288 271 950.21	16%	6 887 530 621.19	17%
VR	4 718 992 327.50	9%	5 301 209 691.15	13%	4 836 729 176.82	12%
VD	4 757 452 786.14	10%	3 154 249 747.48	8%	1 936 711 399.90	5%
Total	48 318 944 590.23	100%	39 574 343 961.92	100%	40 434 178 877.27	100%

Source : Conception personnelle, à partir du tableau N°3

1.1.1 : Evolution des éléments des emplois durant les exercices 2017 à 2019

Dans le tableau ci-après, nous allons étudier l'évolution de la structure financière à partir du tableau N°4.

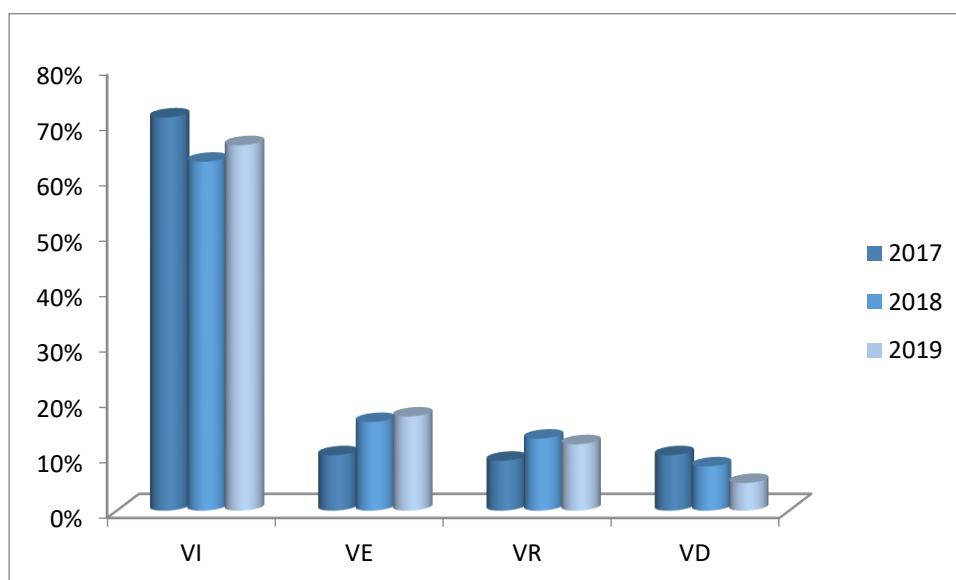
Tableau N°5: Evolution de la structure financière « partie emplois » des exercices « 2017 à 2019 »

Emplois					
	2017	2018	2018-2017	2019	2019-2018
VI	71%	63%	-8%	66%	3%
VE	10%	16%	6%	17%	1%
VR	9%	13%	4%	12%	-2%
VD	10%	8%	-2%	5%	-3%
Total	100%	100%		100%	

Source : Conception personnelle, à partir du tableau N°4

Le graphe ci-après monte l'évolution des éléments des emplois des bilans financiers du groupe SAIDAL durant la période 2017-2019.

Graphe N°1 : Evolution des éléments des bilans financiers (partie emplois)



Source : Conception personnelle à partir du tableau N°5

1.1.2. Interpretation

Afin d'élucider l'évolution des éléments des bilans financiers (partie emplois), nous procéderons à l'interprétation des grandes masses.

1.1.2.1. Les valeurs immobilisées (VI)

Nous avons constaté une diminution de la part des valeurs immobilisées dans le total du bilan qui est passé de 71% en 2017 à 63% en 2018, soit 4% due probablement à la baisse d'une partie des immobilisations corporelles. Cette masse représente en 2019 dans le total

d'actif 66% soit une hausse de 3% par rapport à 2018. Cette augmentation est due au rétablissement des immobilisations corporelles.

1.1.2.2. Les valeurs d'exploitation (VE)

Nous avons remarqué en 2018 une légère augmentation des stocks et encours par rapport en 2017, soit 6% et en 2018 par rapport en 2019, soit 1%, en raison d'une mauvaise rotation des stocks.

1.1.2.3. Les valeurs réalisables (VR)

Nous avons constaté que la part des valeurs réalisables dans le total des bilans a connu une augmentation passant de 9% en 2017 à 13% en 2018 soit 4%, avant d'enregistrer une diminution de 2% en 2019 par rapport à 2018.

1.1.2.4. Les valeurs disponibles (VD)

Nous avons constaté une baisse respective de 2% et 3% des valeurs disponibles durant les périodes 2017-2018 et 2018-2019. Cette baisse est due à la diminution du recours au concours bancaires par le groupe saidal.

1.2. Présentation des ressources du bilan du groupe Saidal durant la période 2017-2019

Le tableau ci-après représente les bilans financiers « partie ressources » du groupe Saidal durant la période 2017-2019.

Tableau N° 6: Bilans financiers « partie ressources » des exercices « 2017 à 2019 »

Ressources			
	2017	2018	2019
Capitaux propres (CP)			
Capital émis	2 500 000 000	2 500 000 000	2 500 000 000
Dotation de l'Etat	0.00	0.00	0.000
Autres fonds propres(AFP)	8 721 856 492.20	411 677 000	411 677 000
Réserves	12 991 033 164.36	13 461 406 696.77	14 047 153 641.65
Ecart de réévaluation	1 585 712 860.28	1 272 192 408.65	2 686 752 011.24
Ecart d'équivalence	955 727 524.41	1 016 986 928.55	1 905 284 336.88
Résultat net	1 376 295 647.88	1 174 214 390.98	793 514 044.08
Report à nouveau	-1 080 714 611.43	-866 679 031.92	-1 178 074 235.34

Intérêts minoritaires	881 619 980.04	826 612 003.56	609 971 657.90
Total CP	27 931 531 057.74	19 796 410 396.58	21 776 278 416.42
DLMT			
Emprunts et dettes financières	10 894 562 658.08	10 923 905 958.66	10 403 266 267.81
Impôts (différés et provisionnels)	17 509 995.00	19 887 217.01	21 011 203.32
Autres dettes non courants	1 059 992 788.80	593 645 268.24	593 645 268.24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 346 632 170.47	1 433 885 167.65	1 446 788 017.73
Total DLMT	13 318 697 612.35	12 971 323 611.56	12 464 710 757.10
DCT			
Frs et cptes rattachés	1 436 731 269.94	2 249 615 538.04	1 556 885 668.31
Impôts	726 697 526.43	201 334 246.61	116 625 268.50
Autres dettes	4 107 579 876.69	3 734 753 856.30	3 708 972 235.69
Trésorerie passive	797 707 247.08	620 906 312.83	810 706 531.25
Total DCT	7 068 715 920.14	6 806 609 953.78	6 193 189 703.75
Total passif	48 318 944 590.23	39 574 343 961.92	40 434 178 877.27

Source : Conception personnelle à partir des bilans comptables des exercices 2017 à 2019, annexe (N°2, 6,10)

C'est à partir des bilans comptables que nous avons abouti à ces bilans financiers. Et à partir de ces dernières, nous allons faire ressortir les grandes masses des bilans financiers de la société SAIDAL des exercices 2017 à 2019 qui seront présentés dans le tableau suivant :

Tableau N°7: Bilans financiers en grandes masses « partie ressources » des exercices 2017 à 2019

Ressources						
	2017	%	2018	%	2019	%
CP	27 931 531 057.74	58%	19 796 410 396.58	50%	21 776 278 416.42	54%
DLMT	13 318 697 612.35	27%	12 971 323 611.56	33%	12 464 710 757.10	31%
DCT	7 068 715 920.14	15%	6 806 609 953.78	17%	6 193 189 703.75	15%
Total	48 318 944 590.23	100%	39 574 343 961.92	100%	40 434 178 877.27	100%

Source : Conception personnelle, à partir du tableau N°6.

1.2.1 : Evolution de la structure des éléments du bilan « partie ressources » durant les exercices 2017 à 2019

Dans le tableau ci-après, nous allons montrer l'évolution de la structure financière à partir des résultats obtenus dans les bilans en grandes masses.

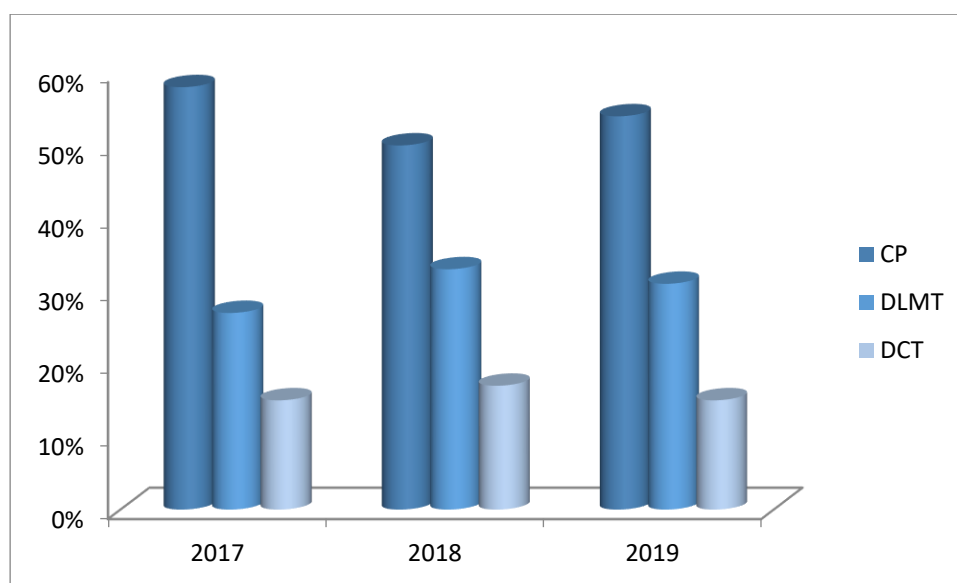
Tableau N°8: Evolution de la structure financière « partie ressources » des exercices 2017 à 2019

Ressources					
	2017	2018	2018-2017	2019	2019-2018
CP	58%	50%	-8%	54%	4%
DLMT	27%	33%	6%	31%	-2%
DCT	15%	17%	2%	15%	-2%
Total Passif	100%	100%		100%	

Source : Conception personnelle, à partir du tableau N°7.

Le graphe ci-après montre l'évolution des éléments du passif des bilans financiers du groupe Sidal durant la période 2017-2019.

Graph N°2 : Evolution des éléments du bilan (partie ressources) des bilans financiers



Source : Conception personnelle à partir du tableau N°8.

1.2.2. Interprétation

Pour mieux expliquer l'évolution des éléments du bilan (partie ressources), l'interprétation des grandes masses s'impose.

1.2.2.1. Les capitaux propres

Nous avons remarqué que la part des capitaux propres est au respect des normes recommandées (supérieure ou égale à 30% du total des ressources). Ils sont passés de 58% à 50% entre 2017 et 2018 soit une diminution de 8% et de 50% à 54% soit une augmentation de 4%.

1.2.2.2. Les Dettes à Long et Moyen Terme (DLMT)

Nous remarquons une augmentation de 6% des DLMT en 2018 par rapport à 2017 passant de 27% à 33%. Par contre, elles ont subi une diminution de 2% entre 2018 et 2019 due au remboursement d'une partie de la dette.

1.2.2.3. Les Dettes à Court Terme (DCT)

La part des DCT dans le total des bilans n'est pas importante, elle est passée de 15% en 2017 à 17% en 2018 soit une hausse de 2% pour ensuite diminuer de la même proportion entre 2018 et 2019. Dans ce cas, on peut dire que, pour financer son exploitation, l'entreprise ne fait pas autant appel aux concours bancaires.

D'après les figures ci-dessus et en comparant les trois l'exercice 2017, 2018, et 2019, nous constatons que l'entreprise, s'est basée pour son financement sur les fonds propres comme première source de financement avec un taux de 58% en 2017, 50% en 2018 et 54% en 2019 ; Elle a ensuite utilisée les dettes à long et moyen terme comme deuxième source de

financement avec un taux de 27% en 2017, 33% en 2018 et 31% en 2019 et en fin les dettes à court terme comme dernière source de financement avec un taux de 15% en 2017, 17% en 2018 et 15% en 2019.

Compte tenu des bilans et de la structure financière, le groupe Saidal fait référence à la théorie de « peckingorder » en privilégiant les fonds propres aux autres sources de financement. Cette politique adoptée par Saidal est très intéressante, car elle permet d'une part de tirer parti de l'indépendance financière envers les tiers et d'autre part, l'entreprise est moins vulnérable aux risques financiers découlant de l'endettement.

Durant la période de notre étude, le groupe industriel Saidal, finance son activité en utilisant deux sources de financement : autofinancement et endettement à moyen et long terme.

Afin de déterminer la capacité de l'entreprise à faire face à ses besoins, l'analyse de la structure financière par les équilibres financiers s'impose.

2. Analyse par les équilibres financiers

Afin de déterminer la capacité du groupe industriel SAIDAL à faire face à ses besoins d'exploitation comme d'investissement, nous analyserons la structure à partir des indicateurs financiers. Ce qui revient à étudier :

- Le Fonds de Roulement (FR) ;
- Le besoin en fonds de Roulement (BFR) ;
- La Trésorerie Nette (TN).

2.1. Le Fonds de Roulement Net Global (FRNG)

Le FRNG reflète l'équilibre financier à long terme. Il peut être déterminé de la manière suivante :

$$\text{Fonds de Roulement Net Global} = (\text{Capitaux propres} + \text{DLMT}) - \text{VI}$$

Tableau N°9: Calcul du fonds de roulement net global

	2017	2018	2019
Capitauxpropres	27 931 531 057.74	19 796 410 396.58	21 776 278 416.42
DLMT	13 318 697 612.35	12 971 323 611.56	12 464 710 757.10
VI	33 959 354 465.81	24 830 612 573.08	26 773 207 679.36
FRNG = (CP+DLMT)-VI	7 290 874 204.28	7 937 121 435.06	7 467 781 494.16

Source : Etabli par nous-mêmes à partir des bilans financiers.

D'après les résultats obtenus, on remarque que le fonds de roulement net global est positif pour les trois années de référence, cela signifie que l'entreprise a réalisé un équilibre financier à long et moyen terme. En d'autres termes, les ressources stables financent la totalité des

emplois durables et dégagent ainsi une marge de sécurité qui est affectée aux financements des emplois circulants.

2.2. Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

Il correspond à l'équilibre financier à court terme et se calcule comme suit :

$$\text{BFR} = \text{VE} + \text{VR} - (\text{DCT} - \text{Découverts bancaires})$$

Tableau N°10: Calcul du BFR

	2017	2018	2019
VE (1)	4 883 145 010.78	6 288 271 950.21	6 887 530 621.19
VR (2)	4 718 992 327.50	5 301 209 691.15	4 836 729 176.82
(DCT- Découverts) (3)	6 271 008 673,06	6 185 703 640,95	5 382 483 172,5
BFR= (1) +(2)-(3)	3 331 128 665.22	5 403 778 000.41	6 341 776 625.51

Source conception personnelle, à partir des bilans financiers.

Le groupe industriel Saidal dégage un BFR positif durant toute la période d'étude (2017 à 2019) ce qui signifie que les besoins d'exploitation sont supérieurs aux ressources d'exploitation. Ceci, doit être financé soit par l'excédent du fonds de roulement soit par des découverts bancaires.

2.3. La Trésorerie Nette (TN)

La trésorerie nette est un indicateur de gestion, l'analyse de son évolution permet d'apprécier la santé financière de l'entreprise. La trésorerie nette se calcule de manière suivante :

$$\text{TN} = \text{FR} - \text{BFR}$$

Tableau N°11: Calcul de la trésorerie nette

Désignation	2017	2018	2019
FR	7 290 874 204.28	7 937 121 435.06	7 467 781 494.16
BFR	3 331 128 665.22	5 403 778 000.41	6 341 776 625.51
TN= (FR-BFR)	3 959 745 539.06	2 533 343 434.65	1 126 004 868.65

Source : conception personnelle à partir de données financières

Le groupe industriel Saidal a enregistré une TN positive pour les trois années étudiées, ce qui signifie que l'entreprise Saidal est équilibrée à court terme. Entre 2017 et 2019, l'entreprise dégage un fonds de roulement positif suffisant pour assurer les besoins du cycle d'exploitation et les besoins de trésorerie immédiat : c'est-à-dire l'existence d'une trésorerie excédentaire.

L'analyse des bilans financiers du groupe Saidal, nous a permis d'avoir une appréciation sur sa structure de financement. Nous avons constaté durant la période de notre étude (2017 à 2019) que le groupe Saidal pour son financement préfère l'autofinancement aux

autres sources de financement. Nous avons aussi constaté à partir de l'analyse des équilibres financiers que le groupe Saidal dispose de ressources suffisantes pour assurer ses besoins d'exploitation et de faire face à ses besoins de trésorerie immédiate.

Section 3 : Analyse de la valeur du groupe Saidal à partir des indicateurs de performance

Pour répondre aux hypothèses posées au début de notre travail, il y'a lieu de mesurer la valeur du groupe SAIDAL et de faire le lien avec la structure financière et ce à travers plusieurs indicateurs, tel que : la rentabilité économique, la rentabilité financière, economic value added, et market value added.

1. Les indicateurs de performance

Afin de déterminer la valeur et la rentabilité du groupe industriel Saidal, nous avons opté pour les indicateurs suivants : ROA, ROE, EVA et MVA.

1.1. La rentabilité économique ou Return On Assets (ROA)

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

Tableau N°12: Calcul de la rentabilité économique de 2017 à 2019

	2017	2018	2019
Résultat net	1 376 295 647.88	1 174 214 390.98	793 514 004.08
Actifs	48 318 944 590,23	39 574 343 961,92	40 434 178 877,27
ROA= R. net/actifs	2,85%	2,97%	1,96%

Source : Etabli par nous-mêmes à partir de documents financiers de SAIDAL

Nous constatons que la capacité de l'entreprise à dégager un résultat en utilisant l'ensemble de ses moyens est trop inférieure durant les années étudiées, elle est passée de 2.85% en 2017 à 2.97% en 2018 avant de passer à 1.96% en 2019.

1.2. La rentabilité financière ou Return On Equity (ROE)

La rentabilité financière représente la capacité du groupe SAIDAL à servir un résultat à ses actionnaires, elle détermine aussi le profit qui rémunère leurs apports. Elle doit être suffisamment élevée pour séduire les investisseurs.

Tableau N° 13: Calcul de la rentabilité financière (ROE)

	2017	2018	2019
Résultat net	1 376 295 647,88	1 174 214 390,98	793 514 004,08
Capitaux propres	27 931 531 057,74	19 796 410 396,58	21 776 278 416,42
ROE= R. net/CP	4,93%	5,93%	3,64%

Source : Etabli par nous-mêmes à partir de documents financiers de SAIDAL

D'après le tableau ci-dessus, nous avons constaté une différence positive de 1% de la rentabilité financière réalisée par Saidal entre 2017 et 2018, avant que celle-ci ne connaisse une baisse de 2.29% entre 2018 et 2019. Cela est justifié par la diminution considérable du résultat net malgré que les capitaux propres aient augmenté par rapport en 2019.

1.3. Le profit économique ou l'Economic Value Added (EVA)

Inventer par la société de conseil Stewart&Co, l'EVA est un indicateur hybride permettant à déterminer la valeur intrinsèque de l'entreprise.

La formule de l'EVA se présente comme suit :

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

Avant de déterminer l'EVA, nous allons d'abord calculer l'actif économique du groupe SAIDAL.

$$\text{Actif économique (AE)} = \text{VI} + \text{BFR}$$

Tableau N° 14: Actif économique (AE) de 2017 à 2019

	2017	2018	2019
VI	33 959 354 465,81	24 830 612 573,08	26 773 207 679,36
BFR	3 331 128 665,22	5 403 778 000,41	6 341 776 625,51
AE=VI+BFR	37 290 483 131,01	30 234 905 573,49	33 114 984 304,87

Source : Conception personnelle à partir de données financières de SAIDAL.

Nous constatons une diminution de 7 055 577 557,52 de l'actif économique du groupe SAIDAL en 2018 par rapport à 2017 malgré l'augmentation du BFR. Par contre, en 2019 nous avons constaté une augmentation de 2 880 078 731,38 par rapport à 2018, cette hausse a été le résultat de l'accroissement des immobilisations et du BFR durant cette période.

-Détermination du coût du capital

Le coût du capital aussi appelé Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC) exprime les attentes de rendement des bailleurs de fonds (actionnaires et créanciers), il est déterminé selon Modigliani et Miller de la manière suivante

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

Avec :

K_{cp} : Coût des capitaux propres= 19% qui correspond à la rentabilité exigée par les actionnaires sur toute la durée de notre étude.

Ainsi, le coût de la dette (K_d) est déterminé comme suit :

Tableau N° 15: le coût de la dette

Désignations	2017	2018	2019
Charges financières (1)	164 840 374,12	254 951 764,57	343 123 098,91
Endettement (2)	11 692 269 905,16	11 544 812 221,49	11 213 972 799,06
Kd= (1) / (2)*100	1,4098235454	2,208366491	3,059781801

Source : établi par nous même à partir des tableaux de flux de trésorerie du groupe SAIDAL.

Après avoir déterminé les composants du coût du capital, nous pouvons désormais procéder à son calcul.

Remarque : la valeur des dettes représente l'endettement net qui est calculé à partir de la formule suivante :

Endettement net = (dettes financière + trésorerie passive) – (VMP + trésorerie active)

Avec :

VMP : Valeur Mobilière de Placement

Tableau N°16: Le Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC)

Libellé	CP	D	TC=CP+D	CP/TC	$K_{cp} * C$ P/TC	D/TC	K_d */ TC	CMPC
2017	27 931 531 0 57,74	6 934 817 1 19,02	34 866 348 1 76,76	0,80 11	0,1522	0,198 9	0,002 8	15,5%
2018	19 796 410 3 96,58	8 390 562 4 74,01	28 186 772 8 70,59	0,70 23	0,1334	0,297 7	0,006 6	14%
2019	21 776 278 4 16,42	9 277 261 3 99,16	31 053 539 8 15,58	0,70 12	0,1332	0,298 7	0,009 1	14,23%

Source : conception personnelle à partir de données financières du groupe SAIDAL

Après le calcul du CMPC nous allons procéder au calcul de l'EVA

Tableau N°17: Economic Value Added (EVA)

	2017	2018	2019
Re-CMPC	-0.1265	-0.1103	-0.1227
AE	37 290 483 131.01	30 234 905 573.49	33 114 984 304.87
AE= AE*(Re-K)	-4717246116	-3334910085	4063208574

Source : conception personnelle à partir de données financières du groupe SAIDAL

L'indice EVA de SAIDAL est négatif durant la période d'étude (2017-2019). Du point de vue interne, l'entreprise est donc destructrice de valeur. En d'autres termes, les dirigeants n'ont pas pu créer de la valeur pour les actionnaires durant cette période.

1.4. Market Value Added (MVA)

La MVA est un indicateur hybride qui permet de calculer la valeur externe de l'entreprise. Elle est déterminée de la manière suivante :

$$\text{MVA} = \text{Valeur boursière} - \text{Valeur comptable}$$

Tableau N°18: La valeur boursière

Désignations	2017	2018	2019
Nombre d'actions	10 000 000	10 000 000	10 000 000
Cours boursier	665,00	635,00	552,00
valeur de marché	6650000000	6350000000	5520000000

Source : Conception personnelle, à partir des données de la bourse d'Alger

Le tableau ci-après détermine la MVA du groupe industriel SAIDAL de 2017 à 2019.

Tableau N°19: La MVA

Désignations	2017	2018	2019
Valeur boursières (1)	6 650 000 000,00	6 350 000 000,00	5 520 000 000,00
Valeur comptable (2)	27 931 531 057,74	19 796 410 396,58	21 776 278 416,42
MVA (1) - (2)	-21 281 531 057,74	-13 446 410 396,58	-16 256 278 416,42

Source : Etabli par nous même à partir de données financières du groupe SAIDAL.

Suite aux résultats obtenus dans le tableau ci-dessus, on remarque que la MVA est négative durant les trois périodes étudiée, ce qui signifie que la valeur comptable est supérieure à la valeur boursière. Ces résultats montrent que le groupe industriel saidal est destructeur de valeur du point externe.

2. Impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise

En observant les résultats obtenus ci-dessus, notamment la rentabilité financière (ROE), nous allons déduire l'impact de la structure financière du groupe industriel SAIDAL sur sa valeur.

La rentabilité financière intéresse plus les apporteurs de capitaux, plus précisément par la rémunération de ce que leur rapporte l'activité dans sa globalité et ce afin de compenser le risque encouru par ces derniers.

Le tableau ci-dessous présente la rentabilité financière et la composition de la structure financière du groupe SAIDAL.

Tableau N° 20: La composition de la structure financière et de la rentabilité financière

	2017	%	2018	%	2019	%
F. Propres	27 931 531 057,08	72%	19 796 410 396,58	64%	21 776 278 416,42	68%
Dettes	10 894 562 658,08	28%	10 923 905 958,66	36%	10 403 266 267,81	32%
C. Propres	38 826 093 715,16		30 720 316 355,24		32 179 544 684,23	
ROE	4,93%		5,93%		3, 64%	

Source : conception personnelle à partir de données financières du groupe SAIDAL

Nous remarquons, que la rentabilité des capitaux propres est positive durant toute cette période, cela signifie que les capitaux engagés par le groupe SAIDAL sont rentables. L'augmentation de la part de l'endettement sur la structure financière a permis d'améliorer la rentabilité financière de 1% en 2018 par rapport à 2017. Une chute de 2,29% de celle-ci a été constatée en 2019 due à la diminution de l'endettement dans le total des capitaux propres.

Cependant, nous pouvons dire que, la rentabilité financière suit de manière linéaire l'endettement. Autrement dit, plus l'endettement augmente, plus la rentabilité elle aussi augmente et vice versa. Dans ce cas, nous pouvons dire que la structure financière du groupe SAIDAL impact sa valeur.

Conclusion du chapitre III

L'objectif de ce chapitre, était de déterminer la valeur du groupe industriel Sidal à travers certains indicateurs, et ce pour pouvoir porter un jugement sur sa situation financière, mais aussi de déterminer à travers la rentabilité financière, si la valeur du groupe industriel Sidal est impactée par sa structure de financement. Compte tenu des résultats obtenus, nous pouvons dire que le groupe industriel Sidal est une entreprise destructrice de valeur au niveau interne comme au niveau externe.

L'analyse par les indicateurs comptables, notamment la rentabilité financière, nous a permis de constater que le groupe industriel Sidal ne génère pas assez de profit de ses capitaux propres.

Ainsi, l'hypothèse: « Les actionnaires sont intéressés par la rentabilité de leurs apports de ce fait, l'endettement peut amplifier la rentabilité financière » est vérifiée car nous avons constaté sur toute la période de notre étude que la rentabilité financière du groupe industriel Sidal suit de manière linéaire son endettement. En d'autres termes, plus l'endettement augmente, plus la rentabilité augmente et vice versa. Compte tenu de cette liaison de l'endettement et de la rentabilité financière, nous pouvons affirmer, que la structure financière du groupe industriel Sidal impacte sa valeur



*Conclusion
générale*

La recherche de la croissance et la création de la valeur pour les actionnaires reste aujourd'hui les principaux soucis de chaque entreprise. En d'autres termes, l'objectif le plus fondamental de toute entreprise est la maximisation de la richesse des actionnaires et par conséquent, la création de valeur. Pour réaliser alors cet objectif, il était question d'assurer une bonne prise de deux principales décisions, à savoir la décision d'investissement et la décision de financement.

L'objectif de ce présent travail est d'étudier le choix de la structure financière et son impact sur la valeur de l'entreprise.

Afin d'atteindre notre objectif, nous avons présenté dans le premier chapitre les fondements théoriques de la politique de financement. Il s'agit ici d'expliquer l'évolution de la finance à partir des premiers travaux de Modigliani et Miller jusqu'aux nouvelles théories récentes.

Modigliani et Miller (1958) étaient les premiers à traiter ce sujet à travers leur premier article. Ces deux auteurs, ont démontré que dans un marché parfait, la valeur de l'entreprise est indépendante de sa structure financière et concluent que la valeur de la firme dépend uniquement de sa capacité bénéficiaire de ses actifs.

Cet article de Modigliani et Miller (1958) n'est pas exempt de critiques, de nombreux travaux ont remis en cause l'hypothèse de perfection du marché. Ces critiques ont poussés les deux auteurs à repenser les fondements théoriques de leur modèle en introduisant la variable fiscale, le coût du capital à travers un deuxième article publié en 1963. Dans cet article, les deux auteurs reconnaissent le rôle important de l'endettement dans le financement de l'entreprise du fait de la déductibilité fiscale des charges qu'il entraîne. Il résulte donc, que la valeur de l'entreprise endettée est plus grande que celle qui ne l'est pas. Par conséquent, une structure financière optimale peut exister et correspond, selon MM (1963), à une combinaison de fonds propres et dettes.

Dans le deuxième chapitre, nous avons étudié les différentes modalités de financement dont dispose l'entreprise et leurs impacts sur sa valeur. Tout d'abord, une première partie qui porte sur les sources de financement de l'entreprise a été développée et à partir de laquelle nous avons distingué entre autres l'autofinancement, l'augmentation du capital, l'endettement...

Ensuite, une deuxième partie qui porte sur la valeur a été développée. La valeur est devenue aujourd'hui une préoccupation pour les entreprises. Pour qu'une entreprise attire des investisseurs, et soit jugée performante, il ne suffit plus de dégager des résultats bénéficiaires, mais en outre de ça, elle doit créer de la valeur. Une entreprise créatrice de valeur est celle qui arrive à générer des profits supérieurs à la rentabilité exigée par les pourvoyeurs de fonds.

Nous avons aussi durant cette partie, tenu compte de certains indicateurs pour la mesure de la valeur, à savoir : la rentabilité économique, la rentabilité financière, l'indice EVA et la MVA.

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

Pour mettre en évidence les recherches que nous avons tenues dans le premier et deuxième chapitre, nous avons étudié l'impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise d'un cas réel qui est l'entreprise cotée en bourse, le groupe industriel SAIDAL sur la période 2017 à 2019.

Afin de vérifier les hypothèses posées tout au début de ce travail, nous avons réalisé une étude empirique sur l'appréciation de la structure de financement et la mesure de la valeur, dans le dernier chapitre.

Pour cela, après avoir présenté l'entreprise en question, nous avons procédé à l'appréciation de sa structure financière, en analysant les rapports de gestion du conseil d'administration, notamment, les bilans financiers et les tableaux de flux de trésorerie. Durant cette période, nous avons remarqué que le groupe Saidal fait référence à la théorie de pecking order car il privilégie le financement par fonds propres.

Durant la période de notre étude, le groupe industriel Saidal, pour financer son activité utilise deux sources de financement : autofinancement et endettement à moyen et long terme.

En fin, au niveau de la dernière section du dernier chapitre, nous avons procédé à l'analyse de la valeur de l'entreprise par l'intermédiaire des indicateurs de performance. A partir de ces derniers, nous avons trouvé que, l'indicateur de mesure de la création de valeur intrinsèque (EVA) et celui de mesure de la valeur boursière (MVA) sont négatifs. Ceci montre, que durant la période de notre étude (2017-2019), le groupe industriel Saidal est destructeur de valeur du point de vue interne comme du point de vue externe.

Les résultats obtenus après l'analyse de la structure de l'entreprise nous permettent d'affirmer les deux hypothèses que nous avons établis dans introduction générale à savoir :

H1 : La valeur de l'entreprise dépend essentiellement de sa politique de financement.

H2 : La création de valeur est étroitement liée à la rentabilité de l'entreprise



Bibliographie

LISTE DES OUVRAGES

1. ALBOUY Michel, « Décisions financières et création de valeur », Economica, Paris, 2003.
2. Bancel F., « le choix des investissements, méthodes traditionnelles », édition economica, Paris, 1994.
3. BARREAU et DELAHAYE, « gestion financière » 12^{ième} édition, édition DUNOD, Paris, 1985.
4. BERK Jonathan et DEMARZO Peter, Finance d'entreprise, édition PEARSON, Paris, 2008.
5. BERNARD COLASSE, « Gestion financière de l'entreprise : PROBLIMATIQUE, CONCEPTS ET METHODES », 3^{ème} édition presses, Paris, 1993.
6. BOBIE & MERTON, « Finance », Nouveaux horizons, Paris, 1998
7. C. Hoarau, R. Teller, « création de valeur et management de l'entreprise », édition Vuibert, Paris, 2001.
8. CHARLES Amélie, MAURICE Stéphanie, REDOR Etienne, « Le financement des entreprises » 2^{ème} édition Economica, Paris 2014.
9. CHARREAUX Gérard, « gestion financière », édition litec, 1986.
10. COBBAUT Robert, « Théorie financière », édition economica, Paris, 1997.
11. COHEN Elie, « Analyse économique et financier », Edition Economica, Paris, 2006.
12. DEGOS Jean Guy et GRIFFITHS Stéphanie, « gestion financière de l'analyse à la stratégie », 7^{ième} édition, Erolles, 2011.
13. Depallesns G. et Jobard J., « Gestion financière de l'entreprise » 11^{ème} édition DUNOD, Paris, 1997.
14. DIABELET Michel, IZARD Laurent, SCARAMUZZA, « l'essentiel sur le management », Edition Berti, Alger, 2007.
15. G. Depallesns et J. Jobard, « Gestion financière de l'entreprise » 11^{ème} édition DUNOD, Paris, 1997.
16. HIRIGOYEN Gérard, JOBARD Jean Pierre, « Financement de l'entreprise : évolution récente et perspectives nouvelles », Economica, Paris, 1997.
17. HUBERT de la Bruslerie, « analyse financière (Information financière, Evaluation, Diagnostic) », 4^{ième} édition, 2010.
18. JAFFEUX C : « Bourse et financement des entreprises », édition Dalloz, 1994.

19. KOUAO Guy Serge, « Incidence des facteurs institutionnels dans l'évolution de la structure financière des entreprises », economica, Paris.
20. LANGLOIS Georges, MOLLET Michelle, «manuel de gestion financière », Edition Berti, Alger, 2011.
21. LEASSEURM et QUITANTA « Finance économie », édition Pearson, Paris 1990.
22. LY-BARO Fatimata, « Structure financière de l'entreprise », economica, Paris, 2002.
23. M. CHERIF, « aspects financiers », banque édition, Paris, 2004.
24. MOTIS N. et PONSARD J., « Création de valeur et politique de rémunération : enjeux et pratiques », Annales des Mines, Paris.
25. MOURGUES Nathalie, «Financement et coût du capital de l'entreprise », Edition economica, Paris, Septembre 1993.
26. OGIEN. D, «Gestion financière de l'entreprise »édition DUNOD, Paris.
27. PIGET Patrick, « gestion financière de l'entreprise », édition economica, Paris, 1998.
28. R. Gillet, « finance d'entreprise, finance de marché, diagnostic financier », édition Dalloz, 1994.
29. ROSS.S.A., WESTRFIELD.R.W. , JAFFE.J.F, « Finance corporate », edition DUNOND, Paris, 2005.
30. SOLNIK Bruno, « Gestion financière », 6^{ème}édition DUNOD, Paris, 2001.
31. VERNIMMEN Pierre, « finance d'entreprise », édition Dalloz, Paris. 2016.

LISTE DES REVUES

1. JENSEN Michael, MECKLING William, « The theory of the firm: managerial behaviour agency costs and ownership structure », Journal of financial economics, 1976.
10. F. Sharpe, (1964), «Capital Asset Prices: A theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk», Journal of finance, Vol.19.
2. MODIGLIANI F. & MILLER M., « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment » American Economic Review, 48(June 1958).
3. BEITONE Alain, CAZARLA Antoine, DOLLO Christine, DRAI Anne Mary, « Dictionnaire de science économique», 3^é édition revue et augmentée.

4. BOGLIOLO F., « Des stratégies créatrices de valeur », les cahiers entreprise et finances, 1998.
5. CHARREAUX Gerrard, « Les mesures de la création de valeur : fondements théoriques et limites », Revue Echanges, N°150, 1998.**30**.MYERS S., « The Capital Structure Puzzle », Journal of Finance 39, 1984.
6. MYERS S. « the Capital Structure Puzzle », Journal of Finance 39, 1984.
7. O. Pastré, « le gouvernement d'entreprise: questions de méthodes et enjeux théoriques », Revue d'Economie Financière, volume 31, Hiver 1994.
8. SHANN Turnbull, « Corporate governance: Its scope, concerns and theories ». Corporategovernance, volume 5, numéro 4, octobre 1997.
9. WIRTZ Peter, « Evolution institutionnelle, schémas mentaux et gouvernement des entreprises : Le cas Krupp-Thyssen», Finance-Contrôle-Stratégie, volume 2, n°1, mars 1999.

LISTE DES THESES ET MEMOIRES

1. ABAOUB Ezzedine& ELLOUZE Dorra, « Gouvernement des entreprises : les moyens de contrôle e de discipline des dirigeants », thèse de doctorat, université de Tunis, Juin 2007.
2. BARHROUJ Tawfiq, « l'endettement et la valeur de l'entreprise » mémoire de master, ENCG, 2014.
3. KOUAO Guy Serge, « Incidence des facteurs institutionnels dans l'évolution de la structure financière des entreprises », thèse de doctorat université Montesquieu-Bordeaux IV, Novembre 2011.
4. SOUSSAN Salim, « Les déterminants de la structure du capital » mémoire de fin d'étude de master, Université de Bouira, 1999.



*Liste des
tableaux*

Liste des tableaux

Tableau N°1 : Récapitulatif de la structure financière.....	37
Tableau N°2 : Récapitulatif des effets des modalités de financement sur la valeur de l'entreprise	72
Tableau N°3 : Bilans financiers (emplois) des exercices 2017-2019.....	81
Tableau N°4: Bilans financiers en grandes masses (partie emploi) des exercices 2017 à 2019	82
Tableau N°5: Evolution de la structure financière (partie emploi) des exercices 2017 à 2019	83
Tableau N°6: Bilans financiers (partie ressource) des exercices 2017- 2019.....	84
Tableau N°7: Bilans financiers en grandes masses (partie ressource) des exercices 2017 à 2019.....	86
Tableau N°8: Evolution de la structure financière (partie ressource) des exercices 2017 à 2019.....	86
Tableau N°9: Calcul du fonds de roulement net global par le haut du bilan.....	88
Tableau N°10: Calcul du BFR.....	89
Tableau N°11: Calcul de la trésorerie nette.....	89
Tableau N°12: Calcul de la rentabilité économique de 2017 à 2019.....	90
Tableau N°13: Calcul de la rentabilité financière (ROE).....	91
Tableau N°14 : Actif économique (AE) de 2017 à 2019.....	91
Tableau N°15: le coût de la dette.....	92
Tableau N°16: Le CMPC.....	93
Tableau N°17 : l'EVA.....	93
Tableau N°18: la valeur boursière.....	93
Tableau N°19: la MVA.....	94
Tableau N°20: La composition de la structure financière et de la rentabilité financière.....	94



Liste des figures

Liste des figures

Figure N° 01 : Les pouvoirs constituant la gouvernance d'entreprise.....	26
Figure N°02 :Les composants de la gouvernance d'entreprise	28
Figure N°3 : Schéma représentatif des différents modes de financement.....	44
Figure N°4 : Organigramme du groupe industriel SAIDAL.....	79



Liste des graphes

Liste des graphes

Grphe N°1:Evolution des éléments des bilans financiers (partie emplois).....83

Grphe N°2 :Evolution des éléments du bilan (partie ressources) des bilans financiers.....87



*Liste des
annexes*

Liste des annexes

Annexe 1: Agrégats de gestion 2017.....	112
Annexe 2: Bilan fonctionnel 2017.....	115
Annexe 3: Tableau du compte de résultat 2017.....	117
Annexe 4: rapport de gestion 201.....	118
Annexe 5: Agrégats de gestion 2018.....	119
Annexe 6: Bilan fonctionnel 2018.....	122
Annexe 7: Tableau du compte de résultat 2018.....	124
Annexe 8: Rapport de gestion 2018.....	125
Annexe 9: Agrégat de gestion 2019.....	126
Annexe 10: Bilan fonctionnel 2019.....	129
Annexe 11: Tableau du compte de résultat 2019.....	131
Annexe 12: Rapport de gestion 2019.....	132



Annexes

Annexe 1 : Agrégats de gestion 2017

1. Chiffre d'affaires

La répartition du chiffre d'affaires se présente comme suit :

Quantités : Milliers d'UV Valeurs : Milliers de DA

Chiffre d'affaires		Réalisation 2016	Objectif 2017	Réalisation 2017	Taux de réalisation	Taux d'évolution 2017/2016
Ventes du réseau commercial	Q	103 706	108 986	102 847	94,37%	-0,83%
	V	9 604 530	10 605 012	9 606 774	90,59%	0,02%
Filiales (IBERAL+SOMEDIAL)	Q	3 912	4 995	4 008	80,24%	2,45%
	V	614 121	827 617	655 234	79,17%	6,69%
Prestations	V	4 760	0	3 890	/	-18,28%
Total Groupe	Q	107 618	113 981	106 855	93,75%	-0,71%
	V	10 223 411	11 432 629	10 265 898	89,79%	0,42%

Le chiffre d'affaires consolidé Groupe réalisé au cours de l'année 2017 s'élève à **10 265 898 Milliers de DA** et correspond à un volume de **106 855 Milliers d'UV**, soit une réalisation de **89,79%** de l'objectif assigné en valeur et **93,75%** en quantité, enregistrant une stabilité en quantité et valeur par rapport à l'exercice 2016.



2. Production

La production consolidée du Groupe réalisée durant l'exercice 2017 est de **109 647 Milliers d'U.V.**, pour une valeur de **8 580 334 Milliers de DA**, soit **92,12%** de l'objectif en quantité et **90,56%** en valeur, enregistrant une baisse de **8,45%** en quantité et **8,66%** en valeur comparativement à l'exercice précédent.

Quantités : Milliers d'UV Valeurs : Milliers de DA

Production		Réalisation 2016	Objectif 2017	Réalisation 2017	Taux de réalisation	Taux d'évolution 2017/2016
SAIDAL	Q	115 500	113 880	105 337	92,50%	-8,80%
	V	8 830 187	8 738 246	7 995 468	91,50%	-9,45%
SOMEDIAL	Q	4 266	5 151	4 310	83,66%	1,03%
	V	563 225	736 177	584 867	79,45%	3,84%
Total Groupe	Q	119 766	119 031	109 647	92,12%	-8,45%
	V	9 393 412	9 474 423	8 580 334	90,56%	-8,66%

Au niveau de la filiale Somedial, il a été constaté une baisse des réalisations des formes hormones et liquides en raison de :

- La vétusté de la ligne de conditionnement engendrant des arrêts fréquents ;
- Le manque de disponibilité de l'alcool éthylique qui rentre dans la composition des sirops..

3. Approvisionnements

Le montant des approvisionnements, en baisse de **24%** par rapport à l'exercice précédent, s'élève à **3 285 122 Milliers de DA**, soit un taux de réalisation de **84%** de l'objectif.

Les importations représentent **83%** du montant global des approvisionnements.

Tableau synthétique des approvisionnements par nature :

Valeurs : Milliers de DA

Désignation	Matières premières	Articles de conditionnement	Pièces de rechange	Autres	Total	Taux de réalisation	Taux d'évolution 2017/2016
SAIDAL	1 598 777	1 154 989	102 542	123 695	2 980 003	86%	-22%
SOMEDIAL	262 902	23 845	5 698	12 674	305 119	67%	-37%
Total Groupe	1 861 679	1 178 834	108 240	136 369	3 285 122	84%	-24%

La baisse des importations de la filiale SOMEDIAL s'explique par :

- La consommation du reliquat des intrants de l'exercice précédent ;
- La réception tardive des programmes d'importation entraînant un retard dans le lancement des commandes d'achats.

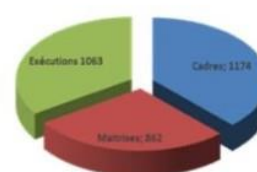
4. Ressources Humaines

Les effectifs du Groupe arrêtés au 31/12/2017 sont de **3 099 agents**, enregistrant ainsi une hausse de **38 agents**, soit **+1,24%** comparativement à la même période de l'exercice 2016.

La répartition des effectifs, par entité de gestion, se présente comme suit :

Entités de Gestion	Effectif à fin d'exercice		Évolution 2017 / 2016	
	2016	2017	Nombre	%
SAIDAL	2 923	2 963	40	1,37%
SOMEDIAL	114	112	-2	-1,75%
IBERAL	24	24	0	0,00%
Total Groupe	3 061	3 099	38	1,24%

Effectif par catégorie socioprofessionnelle



Par groupe socioprofessionnel, le groupe Cadres constitue **37,88%** de l'effectif global suivi par le groupe Exécutions **34,30%** et enfin le groupe Maîtrises avec **27,82%**.

Le montant des charges du personnel groupe s'élève à **2 866 108 Milliers de DA**, en diminution de **5,20%** par rapport à l'exercice précédent, soit **83,33%** de l'objectif.

La filiale Somedial enregistre une évolution des charges du personnel en raison du paiement des primes de départs à la retraite et soldes tout comptes ainsi que l'application des échelons de mérite.

5. Créances sur clients

Le montant des créances clients consolidé groupe s'élève à **5 077 252 Milliers de DA**, enregistre une baisse de **8,48%** par rapport à la même période de l'exercice précédent (**5 547 718 Milliers de DA**).

6. Dettes

Le montant consolidé groupe du **compte emprunts et dettes financières** groupe s'élève à **10 894 563 Milliers de DA**, en hausse de **21,41%** par rapport au 31/12/2016 (**8 973 230 Milliers de DA**).

La rubrique **dettes fournisseurs** (**1 436 731 milliers de DA**) enregistre une baisse de **40,88%** comparativement au 31/12/2016 (**2 430 054 milliers de DA**).

7. Trésorerie

La trésorerie du Groupe est de **4 027 498 Milliers de DA**, soit une baisse de **08,55%** par rapport au 31/12/2016 (**4 404 113 Milliers de DA**).

8. Résultat net

Le résultat net consolidé du Groupe s'élève à **1 376 296 Milliers de DA** contre **1 509 162 Milliers de DA** au 31/12/2016 enregistrant ainsi une diminution de **8,80%** et un taux d'atteinte de **94,75%** de l'objectif assigné.

Annexe 2 : Bilan fonctionnel 2017

UM : DA

ACTIF	31/12/2017			31/12/2016
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	115 414 200,00
Immobilisations incorporelles	211 701 398,37	198 057 547,42	13 643 850,95	16 879 626,76
Immobilisations corporelles				
Terrains	10 383 338 837,77	0,00	10 383 338 837,77	10 383 338 837,77
Bâtiments	7 525 649 404,61	5 759 342 500,47	1 766 306 904,14	1 692 900 275,48
Autres immobilisations corporelles	15 441 341 953,87	14 089 777 801,58	1 351 564 152,29	1 299 353 290,89
Immobilisations en concession	280 023 210,00	3 661 722,62	276 361 487,38	277 770 251,06
Immobilisations en cours	13 501 512 857,53	0,00	13 501 512 857,53	11 189 299 772,01
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 466 608 492,92	0,00	1 466 608 492,92	1 388 910 621,59
Autres participations et créances rattachées	691 518 175,00	60 980 880,06	630 537 294,94	632 578 120,03
Autres titres immobilisés	4 000 000 000,00	0,00	4 000 000 000,00	3 000 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	157 814 646,73	0,00	157 814 646,73	154 332 649,23
Impôts différés actif	296 251 741,16	0,00	296 251 741,16	291 018 838,11
TOTAL ACTIF NON COURANT	54 071 174 917,96	20 111 820 452,15	33 959 354 465,81	30 441 796 482,93
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	5 512 385 257,34	629 240 246,56	4 883 145 010,78	5 729 341 770,32
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 077 251 577,03	1 885 169 800,46	3 192 081 776,57	3 640 948 917,45
Autres débiteurs	1 357 995 866,76	377 579,41	1 357 618 287,35	1 255 089 406,58
Impôts	181 290 731,18	11 998 467,60	169 292 263,58	173 799 702,60
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	4 825 205 639,02	86 312 842,07	4 738 892 796,95	5 131 000 388,34
TOTAL ACTIF COURANT	16 972 689 060,52	2 613 098 936,10	14 359 590 124,42	15 948 740 174,48
TOTAL GENERAL ACTIF	71 043 863 978,48	22 724 919 388,25	48 318 944 590,23	46 390 536 657,41

PASSIF	31/12/2017	31/12/2016
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé	0,00	0,00
Autres fonds propres	8 721 856 492,20	8 721 856 492,20
Primes et réserves -(réserves consolidées)	12 991 033 164,36	12 861 813 853,88
Ecarts de réévaluation	1 585 712 860,28	1 585 712 860,28
Écart d'équivalence	955 727 524,41	1 037 081 287,61
Résultat Net	1 376 295 647,88	1 509 161 605,06
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 080 714 611,43	-1 766 796 831,10
Intérêts minoritaires	881 619 980,04	1 015 179 929,35
TOTAL I	27 931 531 057,74	27 464 009 197,27
PASSIF NON COURANT		
Emprunts et dettes financières	10 894 562 658,08	8 973 229 626,56
Impôts (différés et provisionnés)	17 509 995,00	17 509 995,00
Autres dettes non courantes	1 059 992 788,80	1 061 401 552,48
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 346 632 170,47	1 345 087 321,65
TOTAL PASSIF NON COURANT II	13 318 697 612,35	11 397 228 495,69
PASSIF COURANT		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 436 731 269,94	2 430 054 019,90
Impôts	726 697 526,43	776 153 641,37
Autres dettes	4 107 579 876,69	3 512 927 858,77
Trésorerie passif	797 707 247,08	810 163 444,41
TOTAL PASSIF COURANT III	7 068 715 920,14	7 529 298 964,45
TOTAL GENERAL PASSIF	48 318 944 590,23	46 390 536 657,41

Annexe 3 : Tableau du compte de résultat 2017

UM : DA

COMPTE DE RESULTATS	31/12/2017	31/12/2016	R/O	Evolution 2017/2016
Chiffre d'affaires	10 265 897 771,06	10 223 411 484,28	89,79%	0,42%
Variation stocks produits finis et en cours	-558 329 961,16	265 663 623,51	2958,52%	-310,16%
Production immobilisée	0,00	0,00	/	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/	/
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	9 707 567 809,90	10 489 075 107,79	85,05%	-7,45%
Achats consommés	-3 755 793 245,73	-3 663 777 474,24	95,19%	2,51%
Services extérieurs et autres consommations	-1 002 621 754,72	-928 780 089,72	104,13%	7,95%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-4 758 415 000,45	-4 592 557 563,96	96,94%	3,61%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	4 949 152 809,45	5 896 517 543,83	76,08%	-16,07%
Charges de personnel	-2 866 108 087,05	-3 023 474 168,42	83,33%	-5,20%
Impôts, taxes et versements assimilés	-167 524 872,66	-173 817 524,53	92,79%	-3,62%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 915 519 849,74	2 699 225 850,88	66,39%	-29,03%
Autres produits opérationnels	120 876 666,93	72 651 701,08	327,48%	66,38%
Autres charges opérationnelles	-58 405 988,66	-99 258 043,60	167,02%	-41,16%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-868 249 692,56	-1 299 102 638,36	77,59%	-33,17%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	370 500 844,60	719 627 105,07	275,07%	-48,51%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 480 241 680,05	2 093 143 975,07	77,80%	-29,28%
Produits financiers	163 571 611,87	183 271 195,24	224,10%	-10,75%
Charges financières	-164 840 374,12	-177 710 456,40	113,36%	-7,24%
VI - RESULTAT FINANCIER	-1 268 762,25	5 560 738,84	1,75%	-122,82%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 478 972 917,80	2 098 704 713,91	80,80%	-29,53%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-277 583 318,00	-628 653 272,00	81,01%	-55,84%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	7 032 819,01	-96 986 328,41	68,73%	-107,25%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 362 516 933,30	11 464 625 109,18	88,88%	-9,61%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-9 168 160 152,51	-9 897 587 338,86	90,05%	-7,37%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 194 356 780,79	1 567 037 770,32	80,84%	-23,78%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00	/	/
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 194 356 780,79	1 567 037 770,32	80,84%	-23,78%
Résultats minoritaires	85 189 898,58	4 426 500,76	-342,29%	1824,54%
Part dans le Résultat des Sociétés mises en équivalence	96 748 968,51	-62 302 666,02	/	-255,29%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 376 295 647,88	1 509 161 605,06	94,75%	-8,80%

Opinion Sur Les Comptes

Sous les conditions d'une prise en charge réelle des levées de réserves durant l'exercice 2018 et compte tenue des diligences professionnelles , que nous avons mises en œuvre et selon les normes généralement admises en la matière et sous la condition d'engager les actions permettant d'assurer la levée des réserves ayant fait l'objet de résolution de l'assemblée générale ordinaire , nous certifions, avec les ci-dessus , que les comptes de Groupe SAIDALSPA(Société Mère),avec un total bilan, **Actif/Passif net égal à 46 273 555 485.97 DA et un résultat bénéficiaire de 1 433 341 329.05 DA**, sont réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice ainsi que sa situation financière et son patrimoine au 31 Décembre 2017.

Alger le 05/ 06/2018

Les Commissaires aux Comptes

A.BALI


BALI AZOUH
EXPERT COMPTABLE
Commissaire aux Comptes
21, BOULEVARD ENNADJAH
ALGER-IBRAHIM-ALGER

L.BOUKORTT


BOUKORTT L. BOUKORTT
EXPERT COMPTABLE
Commissaire aux Comptes

Annexe 5 : Agrégats de gestion 2018

1. Chiffre d'affaires

La répartition du chiffre d'affaires se présente comme suit :

Quantités : Milliers d'UV Valeurs : Milliers de DA

Chiffre d'affaires		Réalisation 2017	Objectif 2018	Réalisation 2018	Taux de réalisation	Taux d'évolution 2018/2017
Réseau de distribution	Q	102 847	112 103	104 867	93,55%	1,96%
	V	9 606 774	10 840 170	9 626 145	88,80%	0,20%
Filiales (IBERAL+SOMEDIAL)	Q	4 008	5 200	3 656	70,31%	-8,79%
	V	655 234	870 828	689 908	79,22%	5,29%
Prestations	V	3 890	0	1 524	/	-60,81%
Total Groupe	Q	106 855	117 303	108 523	92,52%	1,56%
	V	10 265 898	11 710 998	10 317 577	88,10%	0,50%



Le chiffre d'affaires consolidé Groupe réalisé au cours de l'année 2018 s'élève à **10 317 577 Milliers de DA** et correspond à un volume de **108 523 Milliers d'UV**, soit une réalisation de **88,10 %** de l'objectif assigné en valeur et **92,52 %** en quantité, enregistrant une légère hausse de **1,56 %** en quantité et une stabilité en valeur par rapport à l'exercice 2017.

Concernant la filiale Somedial, il est à noter une évolution des ventes de la forme hormones (**+18%**), une forte baisse de la forme sèches (**- 58%**) et une relative stabilité de la forme liquide (**-1%**).

2. Production

La production consolidée du Groupe réalisée durant l'exercice 2018 est de **128 224 Milliers d'U.V**, pour une valeur de **9 255 015 Milliers de DA**, soit **94,43 %** de l'objectif en quantité et **92,75 %** en valeur, enregistrant une hausse considérable de **11,28 %** en quantité et **7,86 %** en valeur comparativement à l'exercice précédent.

Quantités : Milliers d'UV Valeurs : Milliers de DA

Production		Réalisation 2017	Objectif 2018	Réalisation 2018	Taux de réalisation	Taux d'évolution 2018/2017
SAIDAL	Q	110 916	130 216	124 404	95,54%	12,16%
	V	7 995 453	9 189 807	8 662 646	94,26%	8,34%
SOMEDIAL	Q	4 310	5 565	3 820	68,64%	-11,37%
	V	584 867	788 257	592 369	75,15%	1,28%
Total Groupe	Q	115 226	135 781	128 224	94,43%	11,28%
	V	8 580 320	9 978 064	9 255 015	92,75%	7,86%

La baisse du volume de production de la filiale Somedial s'explique par :

- La baisse de production des formes liquides et sèches et ce en raison des surstock des produits finis;
- Le manque de disponibilité de l'alcool éthylique qui rentre dans la composition des sirops.

3. Approvisionnements

Le montant des approvisionnements, en hausse de **61,54 %** par rapport à l'exercice précédent, s'élève à **5 414 762 Milliers de DA**, soit un taux de réalisation de **118,98 %** de l'objectif.

Les importations représentent **85,47 %** du montant global des approvisionnements.

Tableau synthétique des approvisionnements par nature :

Valeurs : Milliers de DA

Désignation	Matières premières	Articles de conditionnement	Pièces de rechange	Autres	Total 2018	Objectif 2018	R/O	Evol 2018/2017
Saidal	2 543 200	1 891 275	183 894	210 772	4 829 141	4 084 189	118,24%	58,50%
Somedial	484 146	85 348	13 749	2 378	585 621	466 959	125,41%	91,93%
Total Groupe	3 027 346	1 976 623	197 643	213 150	5 414 762	4 551 148	118,98%	61,54%

La hausse des importations de la filiale SOMEDIAL s'explique par :

- La baisse des approvisionnements en 2017 suite à la consommation du reliquat des intrants de l'exercice 2016, nécessitant un réapprovisionnement en 2018 ;
- Les importations significatives du vrac des produits Microgynon et Diane 35 durant le 2^{ème} semestre 2018, afin d'assurer la disponibilité de ces produits sur le marché durant le 1^{er} semestre 2019, étant donné la lenteur des délais d'importations.

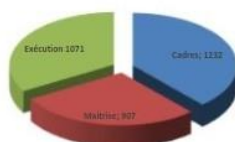
4. Ressources Humaines

Les effectifs du Groupe arrêtés au 31/12/2018 sont de **3 210 agents**, enregistrant ainsi une hausse de **115 agents**, soit **+3,72 %** comparativement à la même période de l'exercice 2017 et une réalisation de **95,05%** de l'objectif.

La répartition des effectifs, par entité de gestion, se présente comme suit :

Désignation	Effectif à fin d'exercice		Évolution 2018 / 2017		Objectif 2018	Taux de réalisation
	2017	2018	Nombre	%		
Saidal	2 963	3075	112	3,78%	3 237	95,00%
Somedial	108	111	3	2,78%	116	95,69%
Iberal	24	24	0	0,00%	24	100,00%
Total Groupe	3 095	3 210	115	3,72%	3 377	95,05%

Effectif par groupe socioprofessionnel



Par groupe socioprofessionnel, le groupe Cadres constitue **38,38 %** de l'effectif global suivi par le groupe Exécutions **33,36 %** et enfin le groupe Maîtrise avec **28,26 %**.

Le montant des charges du personnel groupe s'élève à **3 329 762 Milliers de Dinars**, en hausse de **16,18 %** par rapport à l'exercice précédent, soit **104,82%** de l'objectif.

5 . Créances sur clients

Le montant des créances clients consolidé groupe s'élève à **5 578 019 Milliers de DA**, enregistre une hausse de **9,86% (+ 500 767 Milliers de DA)** par rapport à la même période de l'exercice précédent (**5 077 252 Milliers de DA**).

6 . Dettes

Le montant consolidé groupe du compte emprunts et dettes financières s'élève à **10 923 906 Milliers de DA**, en hausse de **0,27% (+29 343 Milliers de DA)** par rapport au 31/12/2017 (**10 894 563 Milliers de DA**).

La rubrique dettes fournisseurs (**2 249 616 Milliers de DA**) enregistre une hausse de **56,58 % (+ 812 885 Milliers de DA)** comparativement au 31/12/2017 (**1 436 731 Milliers de DA**).

7 . Trésorerie

La trésorerie du Groupe est de **2 597 219 Milliers de DA**, soit une baisse de **35,51% (- 1 430 279 Milliers de DA)** par rapport au 31/12/2017 (**4 027 498 Milliers de DA**).

8 . Résultat Net

Le résultat net consolidé du Groupe s'élève à **1 174 214 Milliers de DA** contre **1 376 296 Milliers de DA** au 31/12/2017 enregistrant ainsi une diminution de **14,68 %** et un taux d'atteinte de **60,38 %** de l'objectif assigné.

Annexe 6 : Bilan fonctionnel 2018

UM : DA

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

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

ANNEXE 7 : Tableau du compte de résultat 2018

UM : DA

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

Annexe 8 : Rapport de gestion 2018

Opinion Sur Les Comptes :

Sous réserve de l'engagement du conseil d'administration pour la prise en charge totale des réserves restant à lever et compte tenu des diligences professionnelles que nous avons accomplies, selon les normes généralement admises en la matière, nous sommes en mesure de certifier les comptes annuels de la société Mère du groupe SAIDAL, tels qu'ils sont annexés au présent rapport, avec un total net bilan (Actif/Passif) égal à **37 555 429 812,07 DA** et un **résultat comptable bénéficiaire de 1 292 124 259,29 DA**, sont sincères et réguliers et représentent l'image fidèle du résultat des opérations de l'exercice ainsi que de la situation financière et du patrimoine de la Spa SAIDAL au 31 Décembre 2018»

Alger le 02 juin 2019

Les Commissaires aux Comptes

A. BALI

DALE ASSOCIATES
EXPERT COMPTABLE
Commissaire aux Comptes
21712, Casbah d'Alger
BOULEVARD DE LA LIBÉRATION



L. BOUKORTT



Annexe 9 : Agrégats de gestion 2019

1. Chiffre d'affaires

Quantités : Milliers d'UV Valeurs : Milliers de DA

Chiffre d'affaires		Réalisation 2018	Objectif 2019	Réalisation 2019	Taux	Taux d'évolution 2019/2018
Saidal (Réseau de distribution)	Q	104 867	120 148	100 925	84,00%	-3,76%
	V	9 626 145	11 625 046	8 678 269	74,65%	-9,85%
Filiales (Somedial+ Iberal)	Q	3 656	5 020	3 230	64,34%	-11,66%
	V	689 908	935 343	712 055	76,13%	3,21%
Prestations (Saidal)	V	1 524	0	2 427	/	59,22%
Total	Q	108 523	125 168	104 155	83,21%	-4,03%
	V	10 317 578	12 560 388	9 392 751	74,78%	-8,96%

Le chiffre d'affaires consolidé Groupe réalisé durant l'exercice 2019 s'élève à **9 392 751 Milliers de DA** et correspond à un volume de **104 155 Milliers d'UV**, soit une réalisation de **74,78 %** de l'objectif assigné en valeur et **83,21%** en quantité, enregistrant ainsi une baisse de **8,96 %** en valeur et de **4,03%** en quantité par rapport l'exercice 2018.

Il est à noter que **77%** des ventes de la filiale Somedial sont réalisées par les produits hormonaux qui enregistrent une hausse de **+17%** comparativement à l'exercice 2018 et un taux de réalisation de **107%** de l'objectif assigné , tandis que la forme sèche subit des méventes avec un taux d'atteinte de l'objectif de **14%** et une baisse de **26%** par rapport à l'exercice précédent.

2. Production

La production consolidée du Groupe réalisée au cours de l'exercice 2019 est de **125 725 Milliers d'U.V.**, pour une valeur de **9 483 860 Milliers de DA**, soit **91,88%** de l'objectif en quantité et **92,44%** en valeur, enregistrant une baisse de **2,21%** en quantité et une hausse de **1,24%** en valeur comparativement à l'exercice précédent.

Quantités : Milliers d'UV Valeurs : Milliers de DA

Production		Réalisation	Objectif 2019	Réalisation 2019	Taux de réalisation	Taux d'évolution 2019/2018
Saidal	Q	124 544	131 895	121 893	92,42%	-2,13%
	V	8 668 687	9 531 104	8 783 092	92,15%	1,32%
Somedial	Q	4 026	4 948	3 832	77,45%	-4,82%
	V	699 184	728 323	700 768	96,22%	0,23%
Total Groupe	Q	128 570	136 843	125 725	91,88%	-2,21%
	V	9 367 871	10 259 427	9 483 860	92,44%	1,24%

La non atteinte des objectifs de production en quantité de la filiale SOMEDIAL est principalement due aux contraintes suivantes :

- Mévente de certains produits finis, en particulier les formes sèches entrainant un surstock à la fin de l'exercice 2018 ;
- Arrêt de la production du produit Néo-Codion sirop , dû au changement intervenu dans le procédé de fabrication et qui nécessite de nouveaux lots de validation et une phase de stabilité. Par ailleurs, il faut noter que les droits d'utilisation de la licence de fabrication de ce produit sont en phase de suppression à cause du litige apparu avec le bailleur de licence.

3. Approvisionnements

Le montant des approvisionnements consolidé groupe au 31/12/2019 s'élève à **4 400 666 Milliers de DA**, soit une baisse de **18,85%** (- 1 022 510 Milliers de DA) par rapport à l'exercice précédent (**5 422 976 Milliers de DA**) et une réalisation de **89,27%** du budget alloué.

Les importations représentent **81,85 %** du montant global des approvisionnements.

Tableau synthétique des approvisionnements par nature :

Valcurs : Milliers de DA

Désignation	Matières premières	Articles de conditionnement	Pièces de rechange	Autres	Total 2019	Taux de réalisation	Taux d'évolution 2019/2018
Saidal	2 337 928	1 363 788	197 982	205 919	4 105 617	92,13%	-15,13%
Somedial	255 250	25 857	8 697	5 245	295 049	62,33%	-49,62%
Total Groupe	2 593 178	1 389 645	206 679	211 164	4 400 666	89,27%	-18,85%

La baisse du montant des approvisionnements de SOMEDIAL s'explique par :

- Les approvisionnements de l'exercice 2019, n'ont concerné pour l'essentiel que des hormones et les matières premières du néo-codion.
- La disponibilité d'un stock suffisant à la fin de l'exercice 2018.

4. Ressource Humaine

4.1. Effectif

Les effectifs du Groupe arrêtés au 31/12/2019 sont de **5 250 agents**, enregistrant ainsi une hausse de **20 agents**, soit **+0,62 %** comparativement à l'exercice 2018 et une réalisation de **97,08%** de l'effectif prévisionnel.

La répartition des effectifs, par entité de gestion, se présente comme suit :

Entités de Gestion	Effectif à fin d'exercice		Évolution Nombre	2019 / 2018 %	Prévisionnel 2019	R/O
	2018	2019				
Saidal	3 075	3 094	19	0,62%	3 185	97,14%
Somedial	111	111	0	0,00%	115	96,52%
Iberal	24	25	1	4,17%	27	92,59%
Total Groupe	3 210	3 230	20	0,62%	3 327	97,08%

Par groupe socioprofessionnel, le groupe cadres constitue **58,61 %** de l'effectif global suivi par le groupe Exécutions **31,95 %** et enfin le groupe Maitrise avec **29,44 %**.

Le montant des charges du personnel groupe s'élève à **5 514 952 Milliers de DA**, en hausse de **5,56%** par rapport à l'exercice précédent, soit **103,29 %** de l'objectif.

5. Créances sur clients

Le montant des créances sur clients consolidé groupe s'élève à **5 075 699 Milliers de DA** et enregistre une baisse de **9,04 %** (- 504 320 Milliers de DA) par rapport au 31/12/2018 (5 578 019 Milliers de DA).

6. Dettes

6.1. Dettes à long et moyen termes

Le montant consolidé groupe du compte emprunts et dettes financières s'élève à **10 405 266 Milliers de DA**, en baisse de **4,77 %** (-520 640 Milliers de DA) par rapport au 31/12/2018 (10 925 906 Milliers de DA).

6.2. Dettes à court terme

La rubrique dettes fournisseurs et comptes rattachés (**1 556 886 milliers de DA**) enregistre une baisse de **50,79%** (- 692 750 Milliers de DA) comparativement au 31/12/2018 (2 249 616 milliers de DA).

7. Trésorerie

La trésorerie du Groupe est de **1 189 880 Milliers de DA**, soit une baisse de **54,19%** (-1 407 359 Milliers de DA) par rapport au 31/12/2018 (2 597 219 Milliers de DA).

8. Résultat Net

Le résultat net consolidé du Groupe s'élève à **795 514 Milliers de DA** contre **1 174 214 Milliers de DA** au 31/12/2018 enregistrant ainsi une baisse de **52,42%** (-380 700 Milliers de DA) et un taux d'atteinte de l'objectif de **49,14%**.

La baisse du résultat est principalement due à la baisse du chiffre d'affaires (-8,96%), la hausse des charges du personnel (+5,56%, soit + 185 189 Milliers de DA), la baisse des autres produits opérationnels (-40,65%, soit - 471 226 Milliers de DA qui représentent le paiement du reliquat de la compensation financière relative à l'expropriation de l'ancien site d'El Harrach), la hausse des charges financières (+ 54,58%, soit + 88 171 Milliers de DA).

Par ailleurs, il est à noter une forte évolution de la variation de stock qui passe de **272 122 Milliers de DA** en 2018 à **1 085 955 Milliers de DA**, soit + **815 812 Milliers de DA**, correspondant à + **299,06%**.

Annexe 10 : Bilan fonctionnel 2019

U : DA

ACTIF	31/12/2019			31/12/2018
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564,00	0,00	141 648 564,00	115 414 200,00
Immobilisations incorporelles	465 669 052,05	291 611 807,29	174 057 244,76	139 733 986,51
Immobilisations corporelles				
Terrains	3 805 721 423,42	0,00	3 805 721 423,42	2 391 687 791,42
Bâtiments	13 199 283 086,61	5 707 118 136,67	7 492 164 949,94	2 312 989 288,09
Autres immobilisations corporelles	20 621 201 809,67	14 989 073 641,21	5 632 128 168,46	3 976 090 139,77
Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations en cours	3 580 260 802,98	0,00	3 580 260 802,98	10 759 890 495,72
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 960 993 718,84	0,00	2 960 993 718,84	1 433 217 458,23
Autres participations et créances rattachées	102 167 575,00	53 407 519,13	48 760 055,87	223 859 928,10
Autres titres immobilisés	2 500 000 000,00	0,00	2 500 000 000,00	3 000 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	107 512 187,56	0,00	107 512 187,56	152 869 240,73
Impôts différés actif	329 960 563,53	0,00	329 960 563,53	324 860 044,51
TOTAL ACTIF NON COURANT	47 814 418 783,66	21 041 211 104,30	26 773 207 679,36	24 830 612 573,08
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	7 449 789 735,69	562 259 114,50	6 887 530 621,19	6 288 271 950,21
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 073 699 027,73	1 896 165 287,33	3 177 533 740,40	3 681 013 225,61
Autres débiteurs	1 436 866 591,79	7 500,00	1 436 859 091,79	1 391 490 814,49
Impôts	222 336 344,63	0,00	222 336 344,63	228 705 651,05
Autres actifs courants	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	2 000 587 077,07	82 435 666,36	1 918 151 410,71	3 135 689 758,29
TOTAL ACTIF COURANT	16 201 838 766,10	2 540 867 568,19	13 660 971 197,91	14 743 731 388,84
TOTAL GENERAL ACTIF	64 016 257 549,76	23 582 078 672,49	40 434 178 877,27	39 574 343 961,92

PASSIF	51/12/2019	51/12/2018
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotation de l'Etat	0,00	0,00
Autres fonds propres	411 677 000,00	411 677 000,00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	14 047 153 641,65	13 461 406 696,77
Ecart de réévaluation	2 686 752 011,24	1 272 192 408,65
Écart d'équivalence	1 905 284 336,88	1 016 986 928,55
Résultat Net	793 514 004,08	1 174 214 390,98
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 178 074 235,34	-866 679 031,92
Intérêts minoritaires	609 971 657,90	826 612 003,56
TOTAL I	21 776 278 416,42	19 796 410 396,58
PASSIF NON COURANT		
Emprunts et dettes financières	10 403 266 267,81	10 923 905 958,66
Impôts (différés et provisionnés)	21 011 203,32	19 887 217,01
Autres dettes non courantes	593 645 268,24	593 645 268,24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 446 788 017,73	1 433 885 167,65
TOTAL PASSIF NON COURANT II	12 464 710 757,10	12 971 323 611,56
PASSIF COURANT		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 556 885 668,31	2 249 615 538,04
Impôts	116 625 268,50	201 334 246,61
Autres dettes	3 708 972 235,69	3 734 753 856,30
Trésorerie passif	810 706 531,25	620 906 312,83
TOTAL PASSIF COURANT III	6 193 189 703,75	6 806 609 953,78
TOTAL GENERAL PASSIF	40 434 178 877,27	39 574 343 961,92

Annexe 11 : Tableau du compte de résultat

U:DA

ACTIF	51/12/2019			51/12/2018
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564,00	0,00	141 648 564,00	115 414 200,00
Immobilisations incorporelles	465 669 052,05	291 611 807,29	174 057 244,76	139 733 986,51
Immobilisations corporelles				
Terrains	3 805 721 423,42	0,00	3 805 721 423,42	2 391 687 791,42
Bâtiments	13 199 283 086,61	5 707 118 136,67	7 492 164 949,94	2 312 989 288,09
Autres immobilisations corporelles	20 621 201 809,67	14 989 073 641,21	5 632 128 168,46	3 976 090 139,77
Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations en cours	3 580 260 802,98	0,00	3 580 260 802,98	10 759 890 495,72
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 960 993 718,84	0,00	2 960 993 718,84	1 433 217 458,23
Autres participations et créances rattachées	102 167 575,00	53 407 519,13	48 760 055,87	223 859 928,10
Autres titres immobilisés	2 500 000 000,00	0,00	2 500 000 000,00	3 000 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	107 512 187,56	0,00	107 512 187,56	152 869 240,73
Impôts différés actif	329 960 563,53	0,00	329 960 563,53	324 860 044,51
TOTAL ACTIF NON COURANT	47 814 418 783,66	21 041 211 104,30	26 773 207 679,36	24 830 612 573,08
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	7 449 789 735,69	562 259 114,50	6 887 530 621,19	6 288 271 950,21
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 073 699 027,73	1 896 165 287,33	3 177 533 740,40	3 681 013 225,61
Autres débiteurs	1 436 866 591,79	7 500,00	1 436 859 091,79	1 391 490 814,49
Impôts	222 336 344,63	0,00	222 336 344,63	228 705 651,05
Autres actifs courants	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	2 000 587 077,07	82 435 666,36	1 918 151 410,71	3 135 689 758,29
TOTAL ACTIF COURANT	16 201 838 766,10	2 540 867 568,19	13 660 971 197,91	14 743 731 388,84
TOTAL GENERAL ACTIF	64 016 257 549,76	23 582 078 672,49	40 434 178 877,27	39 574 343 961,92

Opinion sur les comptes

Sous réserves des observations et remarques contenues dans le présent rapport, **nous certifions** que les comptes annuels dégagent

- **Un total actif-passif nets de : 36 766 400 613,94 DA (TRENTE SIX MILLIARDS SEPT CENTS SOIXANTE SIX MILLIONS QUATRE CENTS MILLES SIX CENTS TREIZE DINARS 94 CENTIMES).**
- **Et un résultat bénéficiaire de : 806 029 107,58 DA (HUIT CENTS SIX MILLIONS VINGT NEUF MILLES CENT SEPT DINARS 58 CENTIMES).**

Tels qu'ils sont arrêtés au 31 décembre 2019 par le Conseil d'Administration et figurant en annexe, sont réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice ainsi que de la situation financière et patrimoniale de la **société mère Saidal/Spa** à la fin de l'exercice clos le 31/12/2019.

Les Commissaires aux Comptes

M.CHOUDER

M.HAMANACHE

Mohamed CHOUDER
Expert comptable
commissaire aux comptes





Tables des matières

Tables des matières

Remerciements

Dédicaces

Sommaire

Liste des abréviations

Introduction générale01

Chapitre I : Les fondements théoriques de la politique financière.....05

Introduction du chapitre I.....05

Section I : L'apport des théories financières traditionnelles.....06

1. Les thèses de Modigliani et Miller.....06

1.1 : La théorie de Modigliani et Miller en absence d'impôt (thèse de la neutralité).....06

1.1.1. Proposition I : la neutralité de la structure financière.....07

1.1.2. Proposition II : Rendement des capitaux propres.....07

1.2: La théorie de Modigliani et Miller en présence d'imposition.....08

1.2.1 Proposition I08

1.2.2. Proposition II09

2. Le coût du capital09

2.1 Le coût des fonds propres10

2.1.1: Par le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF)10

2.1.2 : Par le modèle actuariel de Gordon et Shapiro11

2.2 Coût de la dette.....13

3. La théorie de Modigliani et Miller de la politique de dividende.....14

3.1 : La thèse de Modigliani et Miller(1961).....14

3.2 : Les critiques du modèle de Modigliani et Miller (1961).....15

Section 2 : Les théories financières modernes16

1. La théorie financière de l'agence.....	16
1.1. L'origine des conflits : de Bearle et Means à Jensen et Meckling.....	18
1.2.La politique d'endettement et de distribution de dividendes comme solution aux conflits entre actionnaires et dirigeants.....	18
1.2.1 La politique d'endettement.....	19
1.2.2. La politique de distribution de dividendes.....	19
2. La théorie de signal.....	19
2.1 L'endettement : un signal fait au marché.....	20
2.2 La distribution de dividendes et signalisation.....	20
3. Théorie des coûts de transaction.....	21
4. Peckingordertheory : hiérarchisation des sources de financement.....	23
4.1 Financement interne.....	23
4.2 Financement externe.....	23
5. théorie du compromis ou Trade-off theory (TOT).....	23
6-La théorie de Market Timing.....	24
7-La gouvernance d'entreprise.....	24
7.1. Définitions et fondements de la gouvernance.....	25
7.1.1. Définitions.....	25
7.1.2. Les fondements théoriques de la gouvernance d'entreprise.....	25
7.2. Les composants de la gouvernance d'entreprise.....	26
7.3. Les pouvoirs constituant la gouvernance d'entreprise.....	27
7.3.1. Le pouvoir souverain.....	27
7.3.2. Le pouvoir exécutif.....	27
7.3.3. Le pouvoir de surveillance.....	27
7.4. Les mécanismes de gouvernance des entreprises	29
7.4.1 Les mécanismes internes.....	29
7.4.1.1. Le rôle disciplinaire du conseil d'admini.stration.....	29

7.4.1.2. Les modes de rémunérations des dirigeants.....	29
7.4.1.2.1. La rémunération fixe.....	29
7.4.1.2.2. La rémunération basée sur les mesures comptables de performance.....	29
7.4.1.2.3. La rémunération indexée sur la valeur des marchés des titres.....	29
7.4.2 Les mécanismes externes.....	30
7.4.2.1. L'environnement légal et réglementaire.....	30
7.4.2.2. Le marché des biens et services.....	30
7.4.2.3. Le marché des prises de contrôle.....	30
Section 3: La structure financière de l'entreprise.....	31
1. Définition de la structure financière.....	31
2. Objectif de la structure financière.....	32
3. Les déterminants de la structure financière.....	33
3.1. La taille et l'âge des l'entreprises.....	33
3.2. L'actif immobilisé.....	34
3.3. La rentabilité.....	34
3.4. La croissance.....	35
3.5. Le risque.....	35
4. Les composants de la structure financière.....	36
4.1. La structure de l'actif.....	36
4.1.1. Valeurs immobilisées ou actifs fixes	36
4.1.2. L'actif circulant.....	37
4.2. La structure du passif.....	37
4.2.1. Les capitaux permanents.....	37
4.2.2. Passif circulant.....	37
Conclusion du chapitre I.....	38
Chapitre II : Les différentes modalités de financement et leurs impacts sur la valeur de l'entreprise.....	41
Introduction du chapitre II.....	41

Section1 : Les différentes modalités de financement de l'entreprise.....	41
1. Les besoins de financement.....	42
1.1. Les besoins liés à l'exploitation.....	42
1.2. Les besoin liés à l'investissement.....	43
2. Les modalités de financement.....	44
2.1. Le financement interne.....	45
2.2. Le financement externe.....	45
2.2.1 Augmentation du capital.....	46
2.2.1.1. Augmentation de capital par apports en numéraire	46
2.2.1.2. Augmentation de capital par apport en nature.....	46
2.2.1.3. L'augmentation de capital par incorporation des réserves.....	46
2.2.1.4. Augmentation de capital par conversion des dettes.....	46
2.2.2. Financement par endettement.....	47
2.2.2.1. Les emprunts indivis.....	48
2.2.2.1.1. Les crédits à moyen terme	48
2.2.2.1.2. Les crédits à long terme.....	49
2.2.3 Les emprunt obligataire.....	49
2.2.4. Les autres emprunts et dettes financières.....	50
2.2.4.1 : Les crédits par signature.....	50
2.2.4.1.1. Les cautions.....	51
2.2.4.1.2. Crédit par acceptation.....	52
2.2.4.1.3. Les acceptations ou aval.....	52
2.2.4.1.4. Le crédit documentaire.....	52
2.2.4.2 Les crédits par caisse.....	53
2.2.4.2.1. Le découvert bancaire (ou l'avance en compte).....	53
2.2.4.2.2. La facilité de caisse.....	53

2.2.4.2.3. Les crédits de compagne.....	53
2.2.4.2.4. Le crédit relais.....	54
2.2.4.3 Les crédits de caisse spécifique.....	54
2.2.4.3.1. L'escompte commercial.....	54
2.2.4.3.2. L'affacturage.....	55
2.2.4.3.3. Les avance sur marchandises.....	55
2.2.4.3.4. Les avances sur facture.....	56
2.2.4.3.5. Les avances sur marché public.....	56
2.2.4.3.6. Le crédit de mobilisation des créances commerciales (CMCC).....	56
2.2.3. Les modes de financement alternatifs.....	57
2.2.3.1. Le crédit-bail (leasing).....	57
2.2.3.1.1 Crédit-bail d'exploitation.....	57
2.2.3.1.2 Le crédit-bail financier.....	57
2.2.3.1. 3. Les caractéristiques du contrat de crédit-bail.....	58
2.2.3.2. Capital investis ou capital-risque.....	58
2.2.3.3. Le business Angel.....	59
Section 2 : La valeur de l'entreprise : Définitions et mesures.....	60
1. Définition de la valeur de l'entreprise.....	60
1.1. Définition économique de la valeur.....	60
1.2. Définition Comptable de la valeur.....	61
1.3. Définition financière de la valeur.....	61
1.4. Définition de la valeur pour l'actionnaire.....	61
2. Mesure de la valeur.....	62
2.1. La valeur intrinsèque.....	62
2.1.1. Les indicateurs comptables.....	62
2.1.1.1. La rentabilité économique ou return on assets (ROA).....	62

2.1.1.2. La rentabilité financière ou return on equity (ROE).....	62
2.1.2. Les indicateurs financiers.....	63
2.1.3. Les indicateurs hybrides.....	63
2.1.3.1. Le profit économique ou l'Economic Value Added (EVA).....	63
2.1.3.2. Le cash flux return on investment (CFROI).....	64
2.2. La valeur boursière.....	65
2.2.1. Le Total Shareholder Return (TSR) ou la rentabilité totale pour l'actionnaire.....	65
2.2.2. La MVA (Market ValueAdded).....	66
Section3: Décision de financement et la valeur de l'entreprise.....	66
1. Les fonds propres et la valeur de l'entreprise.....	67
1.1. Les effets positifs des fonds propres sur la valeur.....	67
1.1.1. Les fonds propres sources de confiance.....	67
1.1.2. Les fonds propres levier de rentabilité.....	67
1.1.3. Les fonds propres signent de bons stress.....	67
1.2 Les effets négatifs des fonds propres sur la valeur de l'entreprise.....	68
1.2.1. La perte du contrôle.....	68
1.2.2 Les fonds propres un investissement couteux.....	68
1.2.3. Fonds propres source de conflit.....	68
2. L'endettement et la valeur de l'entreprise	68
2.1. Effet de levier d'endettement.....	68
2.2. Les effets positifs de l'endettement sur la valeur.....	69
2.2.1. L'endettement comme levier de rentabilité.....	69
2.2.2 La dette procure des avantages fiscaux.....	70
2.2.3. L'endettement joue un rôle disciplinaire.....	70
2.3. Les effets négatifs de l'endettement sur la valeur.....	70
2.3.1. L'endettement comme source de faillite.....	70

2.3.2. L'excès de l'endettement signe du mauvais stress pour les parties prenantes de l'entreprise.....	71
2.3.3. L'endettement : un signal envoyé aux concurrents.....	71
Conclusion du chapitre II.....	73
Chapitre III : Cas du groupe SAIDAL comme illustration des développements théoriques.....	75
Introduction du chapitre III.....	75
Section1:Présentation et organisation du groupe industriel SAIDAL.....	75
1. Présentation du groupe SAIDAL.....	75
1.1. Missions.....	75
1.2. Objectifs.....	76
1.3. Partenariats.....	76
1.4. Les sites et centres du groupe SAIDAL.....	77
1.5. Historique.....	77
1.6. L'organisation du groupe industriel SAIDAL.....	78
Section 2. Analyse de la structure financière du groupe SAIDAL.....	80
1. Présentation des bilans financiers.....	80
1.1. Présentation de l'emploi du bilan du groupe Saidal durant la période 2017-2019.....	80
1.1.1 : Evolution des éléments de l'emploi durant les exercices 2017 à 2019.....	82
1.1.2. Interprétation.....	84
1.1.2.1. Les valeurs immobilisées (VI).....	84
1.1.2.2. Les valeurs d'exploitation (VE).....	84
1.1.2.3. Les valeurs réalisables (VR).....	84
1.1.2.4. Les valeurs disponibles (VD).....	84
1.2. Présentation des ressources du bilan du groupe Saidal durant la période 2017-2019.....	84
1.2.1 : Evolution de la structure des éléments du bilan (ressources) durant les exercices 2017 à 2019.....	86
1.2.2. Interprétation	87

1.2.2.1. Les capitaux propres.....	87
1.2.2.2. Les DLMT.....	87
1.2.2.3. Les DCT.....	87
2. Analyse par les équilibres financiers.....	88
2.1. Le Fonds de Roulement Net Global (FRNG).....	88
2.2. Besoin en Fonds de Roulement (BFR).....	89
2.3. La trésorerie nette (TN).....	89
Section 3 : Analyse de la valeur du groupe Saidal à partir des indicateurs de performance.....	90
1. Les indicateurs de performance.....	90
1.1. La rentabilité économique (ROA).....	90
1.2. La rentabilité financière (ROE).....	90
1.3. Le profit économique ou l'Economic Value Added (EVA).....	91
1.4. Market Value Added (MVA).....	93
2. Impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise.....	94
Conclusion du chapitre III.....	95
Conclusion générale.....	97
Bibliographie.....	100
Liste des tableaux.....	104
Liste des figures.....	106
Liste des graphes.....	108
Liste des annexes.....	110
Annexes.....	112
Table des matières.....	134

