



MINISTÈRE DE L'ENSEIGNEMENT SUPÉRIEUR  
ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE



UNIVERSITÉ MOULOUD MAMMÈRI DE TIZI-OUZOU

FACULTÉ DES SCIENCES ÉCONOMIQUES, COMMERCIALES ET  
DES SCIENCES DE GESTION

DÉPARTEMENT DES SCIENCES FINANCIÈRES ET COMPTABILITÉ

## MÉMOIRE DE FIN DE CYCLE

En sciences de Gestion

Spécialité : Finance d'entreprise

Thème :

**Les facteurs déterminant la structure financière  
des entreprises cotées en bourse  
Cas du groupe SAIDAL**

Présenté par :

MOKRANI Dyhia

MEDDOUR Líticia

Encadré par :

Mme ASSOUS Nassima

Membre du jury :

<b>Présidente :</b>	Mme MOUMOU	M/CB	UMMTO
<b>Examineur :</b>	Mr ACHIR	M/CB	UMMTO
<b>Promotrice :</b>	Mme ASSOUS	M/CB	UMMTO

Année universitaire : 2022/2023

# *Remerciements*

Avant toute chose, nous remercions « Allah » notre créateur le miséricordieux et le tout puissant pour nous avoir donné le courage et la patience afin de mener à terme ce présent travail.

Nous adressons nos profonds remerciements à notre promotrice Mme ASSOUS Nassima pour avoir accepté d'encadrer notre travail de recherche. Nous souhaitons la remercier pour sa précieuse assistance, sa disponibilité inestimable et la grande qualité de ses conseils tout au long de ce processus.

Nous remercions également les employés du groupe SAIDAL.

Nous remercions également les membres du jury d'avoir accepté de lire et d'examiner ce mémoire.

Nous présentons nos remerciements à tous les enseignants de la faculté des Sciences Économiques, Commerciales et des Sciences de gestion de l'université Mouloud MAMMERI de TIZI OUZOU, pour leurs enseignements.

Nos vifs remerciements vont aussi à nos familles, à nos amis ainsi qu'à toute personne ayant contribué de près ou de loin à l'élaboration et à la finalisation de ce mémoire.

# *Dédicaces*

*Au nom d'Allah, le très miséricordieux*

*Je dédie cet humble travail :*

*À mes parents, dont l'amour inconditionnel, le soutien indéfectible et les sacrifices ont été la force motrice de ma quête de connaissance. Vous avez été mes premiers enseignants, mes piliers et mes exemples de persévérance. Chaque mot de gratitude est insuffisant pour exprimer ce que je ressens, mais ce mémoire est un humble hommage à votre amour infini.*

*À mes frères et ma sœur, pour leur soutien constant, leurs précieux conseils et leurs encouragements.*

*À mes grands-parents et mes oncles, qui ont toujours cru en moi, j'exprime ma profonde gratitude et à tous les membres de ma famille, je vous remercie de m'avoir soutenu et encouragé tout au long de cette aventure.*

*À ma meilleure amie, mon binôme, qui a partagé avec moi les joies et les défis de ce parcours académique.*

*À tous mes amis, qu'ils soient proches ou éloignés, pour leur soutien, leurs encouragements et leur amitié sincère tout au long de ce voyage.*

*Que cette dédicace reflète ma profonde gratitude envers chacun d'entre vous, car sans votre amour, votre soutien et votre présence, ce n'aurait pas été possible. Merci du fond du cœur.*

***Dyhia***

# *Dédicaces*

*Au nom d'Allah, le très miséricordieux*

*Je dédie ce modeste travail :*

*A mes parents, qui ont constamment œuvré pour ma réussite, par leur amour inconditionnel. Rien au monde ne vaut les efforts qu'ils ont fournis pour mon éducation.*

*A Mes grands-parents paternels et maternels, leur sagesse, leur amour et leurs encouragements ont été une source d'inspiration inestimable. Leur soutien inconditionnel a été un pilier solide sur lesquels je me suis appuyé tout au long de mon parcours.*

*A mes tantes et ma sœur, qui ont toujours été des exemples de persévérance, de courage, et de générosité dans ma vie.*

*A mon binôme, Qui est bien plus qu'un partenaire académique, c'est une amie fidèle qui a partagé plusieurs passerelles avec moi.*

*A mes amis, et à toutes personnes ayant contribué de près ou de loin à la réalisation et le bon déroulement de ce modeste travail.*

***Liticia***

# Sommaire

Remerciements

Dédicaces

Sommaire

Liste des abréviations

Liste des figures

Liste des tableaux

Introduction générale ..... 1

## Chapitre 1: Les fondements théoriques des décisions de financement

Introduction..... 7

Section 01 : L'apport des théories traditionnelles de Modigliani et Miller ..... 8

Section 02 : La structure financière selon les nouvelles théories de financement..... 20

Section 03: Théories stratégiques de la structure de financement ..... 30

Conclusion ..... 37

## Chapitre 2: Identification des facteurs de la structure du capital

Introduction..... 40

Section 01 : Les facteurs influençant le choix d'une structure du capital ..... 41

Section 02 : Modalités de financement comme composante essentielle de la structure financière ..... 51

Section 3 : Lien entre décisions de financement et la valeur de l'entreprise ..... 65

Conclusion ..... 74

## Chapitre 3: Le cas du groupe saidal comme illustration des développements théoriques

Introduction..... 76

Section 01: Présentation et organisation du groupe industriel SAIDAL..... 76

Section 02 : Analyse de la structure financière de l'entreprise SAIDAL..... 86

**Section 03 : Les facteurs influençant la structure financière du Groupe SAIDAL ..... 100**

Conclusion ..... 110

**Conclusion générale ..... 112**

**Bibliographie**

**Annexes**

**Tables des matières**

**Résumé**

## Liste des abréviations

<b>AC</b>	Actif circulant
<b>AF</b>	Actif fixe
<b>BFR</b>	Besoin en fonds de roulement
<b>BFRE</b>	Besoin en fonds de roulement d'exploitation
<b>BFRHE</b>	Besoin en fonds de roulement hors exploitation
<b>BNPA</b>	Bénéfice net par action
<b>CA</b>	Chiffre d'affaires
<b>CAF</b>	Capacité d'autofinancement
<b>CI</b>	Capitaux Investis
<b>CMPC</b>	Coût Moyen Pondéré du Capital
<b>CP</b>	Capitaux permanent
<b>DCT</b>	Dettes à court terme
<b>DLMT</b>	Dette à long et moyen terme
<b>EVA</b>	Economic Value Added
<b>FP</b>	Fonds propres
<b>FR</b>	Fonds de roulement
<b>FRNG</b>	Fonds de roulement net global
<b>M&amp;M</b>	Modigliani et Miller
<b>MEDAF</b>	Modèle d'équilibre des actifs financiers
<b>MVA</b>	Market Value Added
<b>PCA</b>	Pharmacie Centrale Algérienne
<b>PME</b>	Petite et Moyenne Entreprise
<b>POT</b>	Pecking order theory « théorie de financement hiérarchique »
<b>RE</b>	Rentabilité économique
<b>RF</b>	Rentabilité financière
<b>ROA</b>	Return On Assets
<b>SPA</b>	Société Par Actions
<b>TOT</b>	Trade off Theory

## Liste des figures

<b>Figure n° 01</b> : La position classique en matière de structure financière.....	35
<b>Figure n° 02</b> : Organigramme du groupe SAIDAL.....	82
<b>Figure n° 03</b> : Evolution des éléments des bilans financiers (partie emplois).....	88
<b>Figure n° 04</b> : Evolution des éléments des bilans financiers (partie ressources).....	92

## Liste des tableaux

<b>Tableau n°01</b> : Détermination de la rentabilité financière (RF).....	15
<b>Tableau n° 02</b> : Types de conflits de théorie d'agence.....	25
<b>Tableau n° 03</b> : Les coûts de défaillances.....	36
<b>Tableau N° 04</b> : Les indicateurs de la structure financière.....	42
<b>Tableau n° 05</b> : Évolution du groupe SAIDAL.....	83
<b>Tableau n° 06</b> : Evaluation de l'action de SAIDAL.....	85
<b>Tableau n° 07</b> : Les emplois du bilan consolidé des filiales du Groupe [2017 2018 2019].....	86
<b>Tableau n° 08</b> : Bilans financiers en grandes masses « partie emplois » des exercices « 2017 à 2019 ».....	87
<b>Tableau n° 09</b> : Evolution des éléments des emplois durant les exercices 2017 à 2019.....	88
<b>Tableau n° 10</b> : Les ressources du bilan consolidé des filiales du Groupe [2017 à 2019]. Rapport du conseil d'administration .....	90
<b>Tableau n°11</b> : Bilans financiers en grandes masses « partie ressources » des exercices 2017 à 2019.....	91
<b>Tableau N°12</b> : Evolution de la structure financière « partie ressources » des exercices 2017 à 2019.....	81
<b>Tableau n° 13</b> : Calcul du FRNG.....	94
<b>Tableau n° 14</b> : Calcul du BFR.....	94
<b>Tableau n°15</b> : Calcul de la trésorerie nette.....	95
<b>Tableau n° 16</b> : Calcul du ratio d'autonomie financière.....	96
<b>Tableau n° 17</b> : Calcul du ratio d'endettement (U/M : DA).....	97
<b>Tableau n° 18</b> : Calcul du ratio de solvabilité.....	97
<b>Tableau n° 19</b> : Evolution de la structure financière des trois (03) années 2017, 2018, 2019.....	98
<b>Tableau n° 20</b> : Calcul de coût des fonds propres pour les années 2017, 2018, 2019.....	101
<b>Tableau n° 21</b> : Calcul de coût des fonds propres pour les années 2017, 2018, 2019.....	102
<b>Tableau n° 22</b> : Le calcul du ROIC pour les années 2017, 2018, 2019.....	105
<b>Tableau n° 23</b> : Le calcul de l'EVA pour les années 2017, 2018, 2019.....	105

<b>Tableau n° 24</b> : Calcul de la capitalisation boursière pour les trois années 2017, 2018, 2019.....	107
<b>Tableau n° 25</b> : Appréciation de l'indice MVA pour les années 2017, 2018 et 2019.....	107

# **Introduction générale**

## Introduction générale

Au début du XXe siècle, la finance était considérée comme une discipline académique distincte de l'économie, principalement axée sur les transactions financières telles que l'achat, la vente et l'évaluation des titres sur les marchés. Cependant, avec les progrès technologiques et l'émergence de nouvelles industries nécessitant des fonds importants, la finance a évolué pour se concentrer davantage sur la protection et la durabilité des entreprises, remettant ainsi en question l'approche normative de la finance académique.

La manière dont une entreprise choisit de financer ses activités dépend de nombreux facteurs. Des chercheurs comme Modigliani et Miller ont étudié cette question et ont montré que la valeur d'une entreprise ne dépend pas de la façon dont elle est financée. Ce qui compte, c'est sa capacité à générer des profits grâce à ses activités. Leur travail a été très important pour le développement de la théorie financière moderne et a conduit à de nombreuses études sur la structure financière des entreprises.

Cependant, le modèle de Modigliani et Miller était considéré comme trop simpliste, ce qui a encouragé l'émergence de nouvelles théories tenant compte des imperfections du marché financier, notamment la fiscalité. En prenant en compte les impôts, il est avantageux pour une entreprise de s'endetter, car elle peut déduire les intérêts payés de ses revenus imposables. Modigliani et Miller ont affirmé que la valeur d'une entreprise endettée est égale à celle d'une entreprise similaire mais non endettée, augmentée de la valeur des économies fiscales réalisées grâce à la déductibilité des intérêts. Selon cette approche, l'entreprise devrait s'endetter autant que possible pour maximiser sa valeur.

Le débat sur la structure financière s'est enrichi à mesure que les hypothèses de Modigliani et Miller ont été remises en question. De nouvelles théories ont émergé pour explorer la relation entre la valeur d'une entreprise et les changements dans sa structure financière.

La théorie de l'agence, par exemple, se concentre sur les conflits d'intérêts entre actionnaires, dirigeants et créanciers. Chaque partie cherche à maximiser ses propres intérêts, ce qui peut nuire aux autres acteurs de l'entreprise. Dans ce contexte, la dette est considérée comme un moyen de limiter les comportements opportunistes des dirigeants et d'accroître la richesse des actionnaires. Cependant, ce mécanisme disciplinaire comporte des coûts, car l'endettement accru peut entraîner des conflits entre dirigeants et créanciers.

La littérature financière s'est également enrichie grâce aux travaux portant sur les asymétries d'information entre dirigeants et investisseurs, qui jouent un rôle central dans le choix des modalités de financement. Deux grandes théories se distinguent : la théorie du signal et la théorie des préférences hiérarchisées de financement.

Dans les modèles de signal, la valeur d'une entreprise est positivement corrélée à son niveau d'endettement. En d'autres termes, un niveau élevé d'endettement peut être perçu comme un signal de bonne santé financière et conduire à une valorisation plus élevée de l'entreprise.

La théorie des préférences hiérarchisées de financement affirme quant à elle que les entreprises suivent une hiérarchie de financement en fonction de leurs besoins en fonds externes. Elles privilégient d'abord le financement interne, où il n'y a pas d'asymétrie d'information, puis s'orientent vers l'endettement, les titres de créance à clauses optionnelles et enfin l'augmentation de capital, dans cet ordre.

Les entreprises jouent un rôle majeur dans l'économie nationale en contribuant à son développement. Dès leur création et tout au long de leur évolution, elles ont besoin de ressources financières pour soutenir leurs activités courantes et leurs projets d'investissement. En général, même les petites entreprises ne peuvent pas compter uniquement sur leurs propres fonds pour couvrir l'ensemble de leurs besoins financiers, ce qui les amène à rechercher des sources de financement externes, principalement le marché financier et les banques.

Le choix de la structure financière est une décision clé pour une entreprise. car il affecte leur capacité à mobiliser des ressources, à gérer leurs risques et à maximiser la valeur pour les actionnaires. Cette décision complexe est influencée par un ensemble de facteurs à la fois internes, relevant de la micro-économie de l'entreprise, et externes, découlant de l'environnement économique et financier global.

Au niveau micro-économique, les facteurs internes à l'entreprise, tels que sa taille, son secteur d'activité, sa rentabilité, et sa structure de coûts, ont un impact sur le choix de la structure financière.

D'un autre côté, les facteurs externes, tels que les conditions du marché financier, les taux d'intérêt, l'inflation et la réglementation gouvernementale, exercent une influence majeure sur la prise de décision en matière de structure financière.

Le choix de la structure bien conçue peut considérablement améliorer sa performance et influencer positivement ou négativement sa rentabilité et sa valeur. L'objectif fondamental de toute entreprise réside dans la création de valeur et elle atteint cet objectif lorsque les rendements qu'elle réalise excèdent les coûts de financement associés.

En Algérie, comme dans de nombreux autres pays, l'ouverture de l'économie a diversifié les options de financement des entreprises, y compris les lignes de crédit bancaire, le crédit-bail, les crédits par signature, et d'autres. Pour les entreprises cotées en bourse, le marché financier est une source importante de financement.

Nous avons choisi ce sujet de recherche en raison de sa pertinence pour notre formation universitaire. Il offre également l'opportunité d'explorer comment les entreprises suivent une théorie pour déterminer leur structure financière, tout en permettant d'acquérir des connaissances sur les modes de financement et la valeur des entreprises en général.

## **Problématique**

Ainsi, notre question de recherche s'articule autour de la problématique suivante, avec plus de détails :

**Quels sont les principaux déterminants qui influencent la structure financière des entreprises cotées en bourse, et comment la structure financière affecte-elle la valeur de l'entreprise ?**

Afin d'expliquer les facteurs déterminant la structure financière des entreprises cotée en bourse, nous avons jugé nécessaire de la diviser en sous question comme suit :

- Est-ce que les déterminants de la structure financière des entreprises en Algérie peuvent être expliqués par les facteurs traditionnels issus des principales théories de financement ?
- Quels sont les différentes modalités de financement des entreprises en Algérie ?
- De quelle manière le choix de la structure de financement d'une entreprise peut-il influencer sa valeur ?

## Les hypothèses de recherche

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

**Hypothèse 1 :** la structure financière de groupe SAIDAL est en parfaite cohérence avec ses choix stratégiques.

**Hypothèse 2 :** la structure financière du Groupe SAIDAL résulte de plusieurs facteurs micro et macro-économique.

## Objectifs

L'objectif principal de ce mémoire est d'explorer les déterminants de la structure financière des entreprises cotées en bourse et d'évaluer comment cette structure influe sur la valeur de ces entreprises. En approfondissant la compréhension de ces facteurs et de leur impact, ce travail cherche à contribuer à la littérature académique en finance. De plus, il vise à fournir des recommandations pratiques aux entreprises et à renforcer les compétences de recherche de l'auteur, tout en répondant à la problématique centrale posée.

## Intérêts et choix du thème

Le choix de ce sujet découle d'un double intérêt. D'une part, la structure financière est un élément clé de la gestion d'entreprise, impactant directement la valeur et la performance des entreprises cotées en bourse. D'autre part, ce domaine fascinant nous offre l'opportunité d'approfondir notre compréhension de la finance d'entreprise et d'explorer les facteurs sous-jacents à la prise de décision financière. Notre désir est de contribuer à la littérature académique tout en fournissant des perspectives pratiques utiles aux entreprises et aux investisseurs, en aidant ainsi à éclairer les choix financiers des entreprises.

En outre, le thème choisi nous permettra de bien cerner nos connaissances acquises en théories et stratégies financières enseignées durant notre cursus universitaire.

## Moyens d'investigation

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

**Une recherche documentaire :** En effectuant une recherche documentaire, nous visons à explorer une variété de sources telles que des livres, des articles, des revues, des mémoires et des thèses qui sont pertinentes pour notre sujet de recherche. Cette démarche vise à progresser une compréhension approfondie des notions liées à notre thème, tout en nous permettant de confronter les données que nous collectons avec les concepts théoriques discutés dans la littérature.

**La collecte de données :** Afin de mettre en place la partie pratique de notre travail, nous avons opté pour la collecte de données. Cette approche nous permettra d'analyser les documents provenant du groupe industriel Saidal, en l'occurrence ses rapports de gestion, afin de répondre à notre problématique

## Structuration du travail

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 explore les fondements théoriques de la structure financière en présentant les différentes théories qui ont traité de la structure financière des entreprises. Le deuxième chapitre examinera les facteurs déterminants de la structure financière, ainsi que les diverses méthodes de financement des entreprises et leur impact sur la valeur. Il présentera les différents indicateurs de mesure de valeur interne et boursière.

# **Chapitre 1 :**

## **Les fondements théoriques des décisions de financement**

## Introduction

La structure financière des entreprises est un élément central de la théorie financière, est un thème qui a suscité l'attention de nombreux chercheurs en finance pendant de nombreuses années. Initialement, la question clé était de déterminer s'il existait une combinaison spécifique de dettes et de capitaux propres qui optimisaient la valeur de l'entreprise. Par la suite, les travaux de recherche successifs ont appréhendé les déterminants de la structure financière des entreprises.

Les travaux de Modigliani et Miller ont remis en question l'impact de la structure financière sur la valeur des entreprises, en soulignant que la manière dont une entreprise est financée n'a pas d'influence sur sa valeur fondamentale, mais que sa capacité à générer des bénéfices est cruciale. Ces idées ont grandement influencé la théorie financière moderne, mais leur modèle a été jugé trop simpliste, ce qui a incité le développement de nouvelles théories prenant en compte des facteurs tels que la fiscalité.

En intégrant les impôts, il est devenu évident qu'un certain niveau d'endettement peut être avantageux pour une entreprise, car elle peut déduire les intérêts payés de ses revenus imposables. Modigliani et Miller ont avancé que la valeur d'une entreprise endettée est égale à celle d'une entreprise similaire non endettée, majorée de la valeur des économies fiscales résultant de la déductibilité des intérêts. Selon cette perspective, une entreprise devrait s'endetter de manière significative pour maximiser sa valeur.

Le débat sur la structure financière a évolué à mesure que les suppositions de Modigliani et Miller ont été contestées, donnant lieu à de nouvelles théories qui explorent la relation entre la valeur de l'entreprise et sa structure financière.

La littérature financière a également progressé grâce aux recherches sur les asymétries d'information entre dirigeants et investisseurs, qui influencent les choix de financement. Deux principales théories ressortent : la théorie du signal, où un niveau élevé d'endettement est interprété comme un signe de stabilité financière, et la théorie des préférences hiérarchisées de financement, qui avance que les entreprises privilégient les sources de financement en fonction de leurs besoins. , en commençant par les ressources internes et en se dirigeant vers l'endettement, les titres de créance à clauses optionnelles, puis l'augmentation de capital, dans cet ordre.

La théorie de l'agence, par exemple, se focalise sur les conflits d'intérêts entre actionnaires, dirigeants et débiteurs. Chacune de ces parties cherche à maximiser ses intérêts, ce qui peut perturber l'équilibre au sein de l'entreprise. Dans ce contexte, l'endettement est considéré comme un mécanisme de discipline pour limiter les comportements opportunistes des dirigeants et accroître la richesse des actionnaires, même si cela peut entraîner des conflits entre dirigeants et débiteurs.

Afin de réaliser cet objectif, il est essentiel de prendre de bonnes décisions financières au sein de l'entreprise, telles que les décisions d'investissement, de financement et de distribution de dividendes. En ce qui concerne la décision de financement, les entreprises ont généralement recours à une combinaison de ressources financières, comprenant des fonds propres, des apports en capital et de l'emprunt en cas de besoin de financement des dépenses d'investissement. Elles doivent donc déterminer la structure financière optimale qui minimise le coût du capital et maximise la valeur de l'entreprise.

Pour ce faire, nous commencerons par présenter, dans une première section, les contributions de la théorie classique de l'entreprise aux problèmes de structure financière.

Dans une deuxième section, nous exposons les travaux qui ont posé les bases théoriques de cette problématique.

Enfin, la dernière section traite l'apport de les théories stratégiques à l'étude de la structure financière.

## **Section 01 : L'apport des théories traditionnelles de Modigliani et Miller**

Dans le contexte parfait traditionnel on trouve deux théories, la première dit que la structure à l'entreprise est neutre. Donc cette dernière n'a aucun impact sur la valeur de l'entreprise ainsi que l'investisseur n'a aucune raison d'évaluer deux firmes qui diffèrent de structure puisque toutes les deux lui procurent le même revenu. Après la critique du modèle de Modigliani et Miller établi en 1958 qui a poussé ces économistes à repenser dans leur deuxième article publié en 1963, la seconde théorie est apparue et affirme que la structure financière à l'entreprise n'est pas neutre et impacte la valeur de la firme en tenant compte des impôts.

## 1. Principe de neutralité selon MODIGLIANI et MILLER

### 1.1. La non pertinence de la structure de capital

En 1958 Modigliani et Miller ont formulé la théorie de la structure du capital<sup>1</sup>. Leur travail a influencé d'une manière significative la finance d'entreprise et les décisions de financement des entreprises. L'un des principaux concepts développés par Modigliani et Miller est le principe de neutralité qu'est également connu sous le nom de théorème de Modigliani-Miller, est un concept fondamental en finance d'entreprise. D'où ils ont affirmé que le choix d'une structure de financement n'a aucun impact sur la valeur de la firme car il est neutre. C'est à dire la proportion de dettes et de capitaux propres n'affecte pas sa valeur globale. Autrement dit, la valeur d'une entreprise est indépendante de sa structure du capital et cela dans un marché financier idéal et en l'absence de coûts de transactions.

Ce principe repose sur plusieurs hypothèses clés :

- Les marchés sont parfaits et transparents : les agents économiques peuvent effectuer des transactions (acheter ou vendre des titres ...etc.) sans coûts de transactions. Ainsi que les informations sont disponibles et gratuitement et il n'ya pas de restrictions sur les flux de

Capitaux.

- Absence de taxes : les impôts sur les revenus et les gains en capital sont supposés être inexistant et n'ont pas d'impact sur les décisions de financement.

- Absence d'asymétrie d'information : les dirigeants de la firme et les investisseurs ont accès aux mêmes informations.

- Absence de coûts de faillite : il n'y a pas de coûts associés une éventuelle faillite de l'entreprise, tels que les frais juridiques et les coûts de détresse financière.

En se basant sur ces hypothèses, Modigliani et Miller ont démontré que dans un marché efficient la valeur de l'entreprise dépend uniquement de sa capacité à générer des flux de trésorerie futurs, et non de la manière dont ces flux sont répartis entre la dette et les capitaux propres.

---

<sup>1</sup> Modigliani F. et M.H. Miller, 1958, « The cost of capital, corporation finance and theory of investment ». The American Economic Review, Vol 48, n 3, P 65.

## 1.2. Démonstration de la première proposition de Modigliani et Miller en absence d'impôt:

Modigliani et Miller (1958) ont établi une proposition sur la neutralité de la structure financière qui est également appelé la non pertinence de la structure de financement :

Modigliani et Miller 1958 démontrent que la structure financière est sans incidence sur la valeur de la firme dans un contexte de marchés parfaits. En revanche, l'existence de sources d'imperfection sur le marché rend le choix de la structure financière déterminant pour la valorisation des actifs.

La non pertinence de la structure du capital signifie que, quelle que soit la façon dont l'entreprise obtient ses fonds (par le biais de dettes, d'actions, de prêts, etc.) cela n'a pas d'effet majeur sur sa rentabilité, sa solvabilité ou sa capacité à générer des bénéfices.<sup>2</sup>

« La valeur de l'entreprise est interdépendante de la façon dont elle est financée, toutes choses étant égales par ailleurs ».<sup>3</sup>

Deux firmes appartiennent à la même catégorie de risque économique doivent nécessairement se voir attribuer la même valeur par le marché, même si elles ont une structure financière différente. Autrement dit, la valeur d'une entreprise endettée est égale à la valeur d'une entreprise non endettée en l'absence d'impôt.

$$V_E = FP + D = V_{NE}$$

$V_E$  : la valeur marchande totale de l'entreprise endettée ;

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

$D$  : la valeur marchande de la dette ;

$V_{NE}$  : la valeur marchande totale de l'entreprise non endettée ;

Et si on examine cette proposition, il est important de noter que cette dernière soutient l'idée qu'il n'existe pas de structure financière optimale spécifique qui puisse garantir la

---

<sup>2</sup> Fatimata LY-BARO (2002), « Structure Financière de l'Entreprise », *Economica*, page 14

<sup>3</sup> F. Modigliani et M. Miller, *The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment*, *American Economic Review*, Vol 68, n°3, 1958.

maximisation de la richesse des actionnaires. Chaque entreprise doit plutôt adapter sa structure financière en fonction de ses besoins particuliers, de ses objectifs et de ses conditions du marché. Cela implique que diverses combinaisons de capitaux propres et de et de dettes peuvent être utilisées pour atteindre l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires.

Supposons deux firmes « X » et « Y » qui ont les mêmes caractéristiques, sauf en ce qui concerne leur structure financière :

- 1- La firme « X » se finance par fonds propres à 100%

On a l'investisseur « B » qui participe avec 20%, donc il aura un rendement de l'entreprise « X » de même pourcentage de sa participation soit :

$$20\% R_X$$

$R_X$  : Rendement de l'entreprise « X »

- 2- La firme « Y » qui se finance comme suit :

Fonds propres à 10000

Dettes à 5000

L'investisseur « B » veut investir dans l'entreprise « Y » à concurrence de 20%

Donc il va accumuler 20% des fonds propres et 20% de dettes financières soit :

Fonds propres= en tant qu'actionnaire :  $20\%(R_Y - I_D)$

Dettes financière= en tant qu'obligataire :  $20\%I_D$

A la fin on aura un total soit :

$$20\%(R_Y - I_D) + 20\%I_D = 20\%R_Y$$

$R_Y$  : Rendement de l'entreprise « Y »

$I_D$  : Intérêt de dettes

Cet exemple affirme que l'investisseur « B » n'a aucune raison de valoriser différemment les deux entreprises « X » et « Y » puisque les deux firmes lui procurent un revenu identique.

Il va vendre les actions de l'entreprise non endettée pour investir dans celle qui est endettée, et ce, jusqu'à ce que les valeurs des deux firmes soient égales<sup>4</sup>.

En générale, la théorie financière traditionnelle soutient que la structure financière d'une entreprise selon Modigliani et Miller, dans un marché parfait, la valeur d'une firme est indépendante de sa structure de capital. Cependant, dans la réalité, il peut y avoir des effets fiscaux, des asymétries d'information et d'autres facteurs qui influencent la façon dont les entreprises choisissent leur structure financière. Lorsqu'on parle de non pertinence de la structure financière, cela peut signifier que les avantages ou coûts liés à l'utilisation de différentes sources de financement sont négligeables ou compensés par d'autres facteurs. Par exemple, une entreprise peut constater que les avantages fiscaux liés à l'utilisation de dette sont minimales ou annulés par des coûts d'intérêt élevés, ce qui rend la structure peu pertinente.

Il est important de noter que la neutralité ou la non pertinence de la structure financière peut varier d'une entreprise à l'autre et dépend de nombreux facteurs tels que le secteur d'activité, la taille de l'entreprise, les conditions économiques, etc.

## **2. Principe de non neutralité de Modigliani et Miller 1963**

### **2.1. La solution traditionnelle adoptée par Modigliani et Miller après la critique de leur modèle établi en 1958**

Le premier article de Modigliani et Miller connue sous le nom de la proposition de l'irrélevance fiscale<sup>5</sup>, qui soutient l'ignorance de l'impôt sur les bénéfices. En 1963 ces économistes ont constaté que le principe de neutralité n'est pas entièrement vérifié, et que des facteurs intéressants comme les coûts de faillite, peuvent influencer les décisions de financement et la structure du capital des entreprises. Ils se placent dans le même contexte (contexte parfait + la fiscalité) que précédemment en introduisant l'impôt sur les sociétés et sur les revenus des personnes physiques<sup>6</sup>. Cependant, cette proposition a été critiquée par plusieurs chercheurs. Voici quelques-unes des principales critiques adressées à au théorème de neutralité de Modigliani et Miller :

---

<sup>4</sup> HAFID BELGHITI, 2006, « Les déterminants de la structure du capital », Université du QUEBEC A MONTREAL. P 14.

<sup>5</sup>l'irrélevance fiscale : C'est-à-dire hors la fiscalité (sans rapport avec l'avantage fiscal)

<sup>6</sup> Fatimata LY-BARO, Op-cit. P 16.

- La proposition de Modigliani et Miller ne tient pas compte des effets des impôts sur la structure de capital des entreprises. En réalité, les taxations peuvent influencer les décisions de financement en créant des avantages fiscaux liés à la dette. Par exemple, les intérêts sur la dette peuvent être déductibles des impôts, ce qui réduit le coût réel de la dette pour l'entreprise.

- Modigliani et Miller n'ont pas pris en compte les coûts de faillite potentiels associés à l'utilisation d'un niveau élevé d'endettement. Lorsqu'une entreprise est fortement endettée, elle risque davantage de faire faillite en cas de difficultés financières, ce qui peut entraîner des coûts importants tels que les frais juridiques, la perte de réputation et les pertes pour les actionnaires.

- Dans le premier article Modigliani et Miller ont supposé un marché parfaitement efficient et une symétrie parfaite de l'information entre les investisseurs et les dirigeants de l'entreprise. En réalité, il existe des problèmes liés à l'asymétrie informationnelle, des problèmes d'aléa moral et de la sélection adverse, qui affectent la valeur de l'entreprise et peuvent rendre la structure de capital pertinente.

- La structure de capital peut également servir de signal aux investisseurs concernant la qualité de l'entreprise. Par exemple, une entreprise qui émet de la dette peut indiquer sa confiance dans sa capacité future à générer suffisamment de flux de trésorerie pour rembourser sa dette. Ainsi, la structure de capital peut avoir un impact sur la valeur de la firme en tant que signal d'information.

Ces critiques remettent en question l'idée que la structure de capital est totalement indifférente et suggèrent que des facteurs tels que les impôts, les coûts de faillite, l'asymétrie d'information peuvent jouer un rôle dans les décisions financières des entreprises et avoir un impact sur leur valeur. Ce qui a aidé les deux économistes à repenser, dans leur deuxième article diffusé en 1963. En effet ces jugements ont engendré une première modification de leur théorème en matière de modèle de financement en 1963. Et ce en intégrant la variable de la fiscalité, qui est considéré comme étant la principale imperfection à laquelle est confronté l'équilibre financier de concurrence pure et parfaite.<sup>7</sup>

Dans ce modèle, Franco Modigliani et Merton Miller 1963 ont démontré que la valeur de l'actif économique de l'entreprise endettée est égale à la valeur de l'actif économique d'une

---

<sup>7</sup> Cours : Théorie Financière, cours n° 01: Théorie financière traditionnelle, Master 01 présentée par Mme: ASSOUS NASSIMA. 2021/2022.

entreprise non endettée majorée de la valeur actuelle de l'économie d'impôt lié à la déductibilité fiscale des intérêts de la dette.<sup>8</sup> L'économie d'impôt est calculée comme suit :

$$\text{Economie d'impôt} = \text{Taux d'impositions} \times \text{Charges d'intérêts}$$

La remise en cause de l'hypothèse d'absence de taxation des bénéfices, a conduit Modigliani et Miller à affirmer que la structure financière n'est plus neutre. La valeur à l'entreprise endettée sera toujours supérieure à celle d'une entreprise non endettée.

## **2.2. Démonstration de la première proposition de Modigliani et Miller en présence d'imposition:**

L'importance majeure de leur modèle réside dans le fait qu'ils comprennent toute théorie alternative à expliquer de manière précise et rigoureuse les déterminants qui justifieraient une non-neutralité de la structure de financement. En d'autres termes, toute autre théorie devrait proposer des arguments solides pour justifier pourquoi le choix de la structure du capital aurait une influence sur la valeur de la firme. Tout avantage financier obtenu en utilisant une dette moins onéreuse est immédiatement compensé par l'arbitrage des actionnaires, en raison du risque financier accru associé à l'endettement.

Considérons deux entreprises parfaitement équilibrés sauf en ce qui concerne leur structure financière.

L'entreprise « 1 » s'autofinance intégralement par fonds propres soit 16000000 DA

L'entreprise « 2 » se finance pour moitié par fonds propres et dettes financière au taux de 3%.

IBS : 25%

Le tableau ci-après nous montre la structure financière les deux entreprises, et la valeur dégagé ;

---

<sup>8</sup> Modigliani F. ET Miller M.H, "Corporate income tax and the cost of capital: a correction". American economic review, Vol 53, 1963, P 433-443.

**Tableau n°01** : Détermination de la rentabilité financière (RF)

Désignation	Entreprise « 1 »	Entreprise « 2 »
Bénéfice avant intérêt et impôt	800000	800000
Dette financière	-	(240000)
Bénéfice avant IBS	800000	560000
IBS 25%	(200000)	(140000)
Résultat net/fonds	600000	420000
Rentabilité financière	3,75%	5,25%

**Source** : établie par nous même à partir des cours de Mme ASSOUS, 2022, UMMTO.

$$Rentabilité\ financière = \frac{Résultat\ net}{Capitaux\ propres} \times 100$$

Le tableau ci-dessus montre qu'en tenant compte de la fiscalité (l'avantage fiscal), le théorème de Modigliani et Miller 1963 est vérifié, où la structure financière à l'entreprise n'est pas neutre et affecte la valeur de l'entreprise. Donc l'endettement permet d'accroître les capitaux disponibles pour l'ensemble des actionnaires et créanciers<sup>9</sup>. En effet, la firme « 2 » peut verser à ses investisseurs (240000+420000) soit un total de 660000 DA contre 600000 DA versés par l'entreprise « 1 » sans une économie d'impôt.

Ce qui fait que : **VEE=VENE+EI**

**VEE** : valeur de l'entreprise endettée.

**VENE** : valeur de l'entreprise non endettée.

**EI** : l'économie d'impôt.

Lorsqu'on introduit la notion de la fiscalité dans le cadre du monde parfait décrit dans l'article initial de Modigliani et Miller, plusieurs facteurs vont agir en opposition à la décision de financement.

La déductibilité des charges financières constitue un avantage fiscal qui encourage les entreprises à accroître leur niveau d'endettement en utilisant principalement l'emprunt comme

<sup>9</sup> ASSOUS NASSIMA. Op-cit. P 02.

source de financement. Selon ces auteurs, une entreprise qui parvient à créer de la valeur est celle qui se trouve dans une situation d'endettement maximale<sup>10</sup>.

### **3. L'accroissement de l'effet de levier et son influence sur le coût du capital selon la deuxième proposition de Modigliani et Miller:**

L'effet de levier financier se réfère à l'utilisation de la dette pour financer une partie des actifs d'une entreprise. Cela signifie que l'entreprise emprunte de l'argent (généralement en émettant des obligations ou en contractant des prêts) pour investir dans ses activités. L'effet de levier financier peut avoir un impact sur la rentabilité des capitaux propres d'une entreprise.

Cette proposition stipule que le rendement prévu des capitaux propres d'une entreprise endettée augmente proportionnellement au ratio de dette et la valeur de marché des capitaux propres.

#### **3.1. Rendement des actifs économiques (Ra) :**

Le rendement des actifs économiques (Ra) est le rendement généré par l'ensemble des actifs de l'entreprise, y compris les actifs financés par des capitaux propres (actions) et des dettes (obligations et prêts). Il s'agit du rendement brut avant de déduire les intérêts de la dette.

#### **3.2. Rendement requis de la dette (Rd) :**

Le rendement requis de la dette (Rd) est le taux d'intérêt que l'entreprise doit payer sur sa dette. Il est déterminé par les conditions du marché, la qualité de crédit de l'entreprise et d'autres facteurs. C'est le coût de l'argent emprunté par l'entreprise.

#### **3.3. Rendement des capitaux propres à effet de levier (Rc) :**

Le rendement des capitaux propres à effet de levier (Rc) est le rendement que les actionnaires de l'entreprise gagnent sur leur investissement. C'est ce qui intéresse le plus les propriétaires de l'entreprise. La deuxième proposition Modigliani et Miller montrent que le rendement des capitaux propres à effet de levier est donné par la formule suivante :

$$Rc = Ra + (Ra - Rd) \times (D/C)$$

#### **- Le rendement moyen pondéré du capital :**

---

<sup>10</sup> F. ET Miller M.H, Op-cit, page 433-443.

Désignons le taux de rendement des actifs économiques par **Ra** et le taux de rendement des capitaux propres par **Rc** alors, en l'absence d'impôt, le taux de rendement d'actif économique est égale à<sup>11</sup> :

$$\mathbf{Ra} = \mathbf{Rc} [C/(C+D)] = \mathbf{Rd} [D/(C+D)]$$

Avec :

**Rc** : Rendement des capitaux propres à effet de levier.

**Ra** : Rendement des actifs économiques.

**Rd** : Rendement requis de la dette.

**D** : Montant de la dette de l'entreprise.

**C** : Capitaux propres de l'entreprise.

Cette proposition énonce que, en supposant que les rendements des actifs économiques (**Ra**) et de la dette (**Rd**) restent constants, le rendement des capitaux propres à effet de levier (**Rc**) augmente à mesure que le ratio dette/capitaux propres (**D/C**) augmente. Voici pourquoi :

Lorsque l'entreprise emprunte de l'argent, elle investit ce capital dans ses opérations. Cela a le potentiel d'augmenter les rendements des actifs économiques (**Ra**) si ces investissements génèrent un rendement supérieur à ce que coûte la dette (**Rd**).

En utilisant la formule  $\mathbf{Rc} = \mathbf{Ra} + (\mathbf{Ra} - \mathbf{Rd}) \times (\mathbf{D}/\mathbf{C})$ , on peut voir que plus le ratio dette/capitaux propres (**D/C**) augmente, plus le deuxième terme (l'effet de levier) devient important. Cela signifie que le rendement des capitaux propres à effet de levier (**Rc**) augmente.

En d'autres termes, l'effet de levier financier permet aux actionnaires de bénéficier d'un rendement potentiellement plus élevé sur leurs capitaux propres en utilisant la dette pour financer une partie de l'entreprise. Cela peut être bénéfique pour les actionnaires, mais il est important de noter que cela comporte également un risque accru, car l'entreprise doit rembourser la dette et les fluctuations des taux d'intérêt peuvent influencer les coûts de la dette. Par conséquent, l'effet de levier doit être géré avec prudence pour équilibrer les avantages et les risques financiers.

---

<sup>11</sup> Georges LANGLOIS et Michelle MOLLET : « Manuel de gestion financière », Edition BERTI, Alger, 2011, p 299.

#### 4. Le lien entre les travaux de Modigliani et Miller et le MEDAF

L'apport entre les travaux de ces deux économistes (M&M) et le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) réside dans leur approche commune de l'évaluation des actifs et des investissements. Les deux approches sont largement utilisées en finance pour bien comprendre les mécanismes qui déterminent la valeur des entreprises et des actifs financiers.

Modigliani et Miller ont développé leur théorie dans les années 1950 et 1960, en se concentrant sur la structure du capital des entreprises et son impact sur la valeur de la firme. Ils ont formulé le théorème de Modigliani et Miller, qui soutient que dans certaines conditions idéales (par exemple, en l'absence de coûts de transaction et d'impôts), la valeur de l'entreprise est indépendante de sa structure de capital. Autrement dit le choix entre financement par capitaux propres et financement par dettes n'affecte pas la valeur totale de la firme.

##### - Le modèle d'Evaluation Des Actifs Financier (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 ou CAPM (Capital Asset Pricing Model) est aujourd'hui universellement appliqué<sup>12</sup>.

Selon MAZARS le MEDAF, permet de déterminer le taux de rendement attendu d'un actif en fonction de son niveau de risque<sup>13</sup>. Le Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF), est une méthode utilisée pour évaluer la rentabilité des titres financiers en fonction de leur niveau de risque systématique associé au marché. Il est largement reconnu comme un modèle de référence en économie financière et en finance appliquée. Les fondements de MEDAF reposent sur le modèle de la moyenne-variance développé par Markowitz en 1956. La version canonique du modèle (dans le modèle canonique, le marché est supposé complet), connue sous le nom de Sharpe-Linter-Mossin, a été introduite par Treynor, Linter, Sharpe et Mossin respectivement en 1962 et 1964. La rentabilité attendue de l'actif financier est calculée comme suit :

$$E(R_i) = R_f + B_i (E(R_m) - R_f)$$

$E(R_i)$  = rentabilité attendue de l'actif financier

$R_f$  = taux d'intérêt sans risque

<sup>12</sup> VERNIMMEN Pierre, « finance d'entreprise », édition Dalloz, Paris, 2016, P.434.

<sup>13</sup> <https://www.mazars.fr/Accueil/Services/Financial-Advisory/Glossaire-Definition/M/MEDAF>

$B_i$  = sensibilité

$E(R_m)$  = rentabilité attendue sur le marché

Cependant en raison de ses hypothèses restrictives et irréalistes, la version Sharpe-Linter-Mossin a été critiquée à plusieurs reprises et a donné lieu à diverses variantes. Les hypothèses de base du modèle traditionnel du MEDAF incluent l'efficacité des marchés, qui crée les conditions propices à l'équilibre général. Selon cette version il n'y a aucune restriction sur les ventes à découvert et l'emprunt est illimité, disponible à un taux sans risque unique. De plus, les auteurs supposent que les investisseurs individuels sont atomistiques, formant des anticipations homogènes et ayant une connaissance commune de la distribution de probabilité des rendements financiers.

En utilisant une fonction d'utilité uni périodique et quadratique, qui tient compte de l'aversion au risque, les investisseurs résolvent leur problème d'optimisation (ou de sélection de portefeuilles) en se basant uniquement sur la moyenne et la variance des titres risqués. Le portefeuille de marché, qui est composé de toutes les combinaisons optimales de ces portefeuilles individuels détenus à l'équilibre, inclut tous les actifs échangeables, négociables et parfaitement divisibles, tels que les œuvres d'art ou le capital humain.

Brièvement, le MEDAF est un modèle largement utilisé pour évaluer la rentabilité des titres financiers en fonction du risque systématique associé au marché. Bien que sa version initiale ait été critiquée pour ses hypothèses restrictives, elle reste un outil important dans l'évaluation des investissements et la gestion de portefeuille.

Il convient de noter que le principe de neutralité et le MEDAF sont des théories simplifiées qui reposent sur certaines hypothèses idéalisées et qui ont fait l'objet de critiques et de développements ultérieurs.

Cependant, ils ont tous les deux apporté des contributions importantes à la compréhension de l'évaluation des actifs et ils ont influencé de nombreuses recherches ultérieures dans le domaine de la finance.

Pour conclure, les travaux de Modigliani et Miller ont révolutionné la finance, remettant en question les approches traditionnelles.

---

## Section 02 : La structure financière selon les nouvelles théories de financement

Les nouvelles théories de financement ont apporté des éclairages intéressants sur la structure financière des entreprises. Traditionnellement, la structure financière se réfère à la combinaison d'actifs financés par des fonds propres et des dettes au sein d'une entreprise. Cependant, les nouvelles théories de financement remettent en question cette approche en mettant l'accent sur d'autres facteurs clés qui influencent la structure financière.

Les nouvelles théories de financement offrent des perspectives élargies sur la structure financière des entreprises. Elles mettent l'accent sur des facteurs tels que les signaux envoyés aux investisseurs, les conflits d'intérêts et les incitations des dirigeants. En comprenant ces théories, les entreprises peuvent prendre des décisions financières plus éclairées et adaptées à leur situation spécifique.

### 1. L'apport de la théorie de compromis et les travaux de Modigliani et Miller (L'arbitrage)

Comme le reconnaissent Modigliani et Miller (1963)<sup>14</sup>, les entreprises peuvent bénéficier de l'effet de levier en raison de la déductibilité des intérêts du revenu avant impôt, ce qui signifie que les dépenses d'intérêts réduisent le revenu imposable, ce qui a un impact positif sur la valeur de l'entreprise. Selon la théorie du compromis de la structure du capital, le financement par la dette présente un avantage, à savoir un avantage fiscal. D'autre part, il y a un engagement de sortie de trésorerie à venir en raison des paiements d'intérêts futurs requis sur la dette. En outre, le financement par l'emprunt comporte certains coûts, à savoir les coûts de faillite ou les coûts de détresse financière.

La théorie du compromis suggère que les entreprises ont une structure de capital optimale unique qui établit un équilibre entre l'avantage fiscal du financement par la dette (c'est-à-dire les boucliers fiscaux de la dette), les coûts de la difficulté financière, les avantages de l'agence et les coûts de la dette. Cela dit, le dilemme de la théorie de la structure du capital est de déterminer

---

<sup>14</sup> Modigliani F. et Miller M.H, « Corporate income tax and cost of capital: a correction » American economic review, Vol 53, 1963, P433-443.

dans quelle mesure ou le risque d'endettement excessif est évité. En conclusion, la théorie du compromis montre qu'il est avantageux d'emprunter jusqu'au moment où les coûts de la faillite compensent les avantages de la dette.

Si la neutralité de la structure du capital suggère un niveau d'endettement très élevé, la théorie de compromis identifie les conditions sous lesquelles un endettement moindre est préférable. Ce courant s'est progressivement constitué, d'abord par la prise en compte de la fiscalité, ensuite par l'intégration des coûts de faillite enfin par l'arbitrage entre ces deux déterminants<sup>15</sup>.

## 2. L'apport de l'asymétrie de l'information à la structure financière

### 2.1. La théorie de signal

La théorie de signal est une théorie économique qui étudie comment les individus ou les entreprises peuvent transmettre des informations privées aux autres parties dans le but d'influencer les décisions prises par ces parties.

Le relâchement de l'hypothèse néoclassique de symétrie d'information entre les agents économiques a été un élément fondamental dans le développement de la finance moderne. Akerlof (1970) a été le premier à introduire le concept d'asymétrie d'information dans le domaine de l'économie pour examiner ses impacts sur le fonctionnement des marchés.

La théorie de signal a été initiée par S. Ross en 1977 et développée par S. Myers et Majluf

Théorie de Ross 1977<sup>16</sup> a des implications importantes pour la structure financière des entreprises. L'asymétrie de l'information entre les gestionnaires de l'entreprise et les investisseurs externes peut affecter les décisions de financement et les choix de structure du capital. Les entreprises peuvent rencontrer des difficultés pour obtenir un financement externe à des conditions favorables en raison de l'incertitude associée à leurs informations privées. Cela peut les amener à privilégier le financement interne, tel que la rétention des bénéfices, plutôt que de s'endetter ou d'émettre des actions sur le marché.

---

<sup>15</sup> SYLLA Mahamadou et GUEY Khadim Dieye « L'analyse de la structure financière comme instrument d'aide à une gestion rationnelle d'une entreprise » mémoire de fin d'études UMMTO, 2018

<sup>16</sup> Ross 1977 " the determination of financial structure, the incentive –Signaling Approach "Bell Journal of economics I. Vol 8 pp 23-40

La théorie de Ross (1977) sur l'asymétrie de l'information repose sur plusieurs hypothèses :

**Asymétrie de l'information :** L'hypothèse fondamentale est l'existence d'une asymétrie de l'information entre les vendeurs et les acheteurs dans une transaction économique. Les vendeurs ont une connaissance plus approfondie et privilégiée de la qualité, de la valeur ou de l'état réel d'un bien ou d'un service par rapport aux acheteurs.

**Rationalité des acteurs :** Les acteurs économiques sont considérés comme rationnels et cherchent à maximiser leur utilité ou leurs profits. Les vendeurs cherchent à maximiser leur profit en tirant parti de l'asymétrie de l'information, tandis que les acheteurs cherchent à minimiser leur risque en prenant des décisions informées.

**Sélection adverse :** L'hypothèse de sélection adverse stipule que les produits de qualité inférieure (les "limons") ont une probabilité plus élevée d'être présents sur le marché que les produits de qualité supérieure. Cela est dû au fait que les vendeurs de produits de qualité supérieure sont moins enclins à les proposer sur le marché en raison du risque de recevoir un prix inférieur à leur valeur réelle.

Selon le modèle de Ross (1977), le niveau d'endettement est un moyen par lequel les dirigeants communiquent et facilitent l'identification du type d'entreprise qu'ils dirigent. Par conséquent, les dirigeants sont tenus de fournir des signaux crédibles, car émettre des signaux incorrects pourraient nuire aux intérêts de l'entreprise, mais seront inférieur à la pénalité encourue.<sup>17</sup>

Dans le même contexte, Myers et Majluf (1984) ont proposé un modèle dans lequel les entreprises doivent lever des fonds pour financer des projets d'investissement. Selon leur théorie, lorsque l'entreprise émet de nouvelles actions, cela peut être interprété comme un signal négatif<sup>18</sup>, indiquant que les gestionnaires émettent les actions existantes comme surévaluées. Par conséquent, les investisseurs exigent une prime plus élevée pour souscrire à de nouvelles émissions d'actions, ce qui rend le financement par capitaux propres moins attractif par rapport à l'émission de dette.

---

<sup>17</sup>www.études-et-analyses.com «Théorie financière de signalisation», publié Mai 2007.

<sup>18</sup>Jensen et Meckling, «Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure » Journal Of Financial Economics, Vol.3, (October 1976), P. 545

Franklin Allen et Gale Douglas (2000) ont proposé un modèle dans lequel les entreprises utilisent des politiques de dividendes pour signaler leur valeur aux investisseurs<sup>19</sup>. Selon leur théorie, les entreprises de haute qualité ont intérêt à verser des dividendes plus élevés et plus stables, ce qui peut attirer des investisseurs qui préfèrent les entreprises stables et génératrices de revenus.

### **3. L'apport de la théorie de l'agence à la structure financière**

La théorie de l'agence apporte une contribution importante à la compréhension de la structure financière des entreprises. Elle explore comment les conflits d'intérêts entre les principaux (les actionnaires) et les agents (les dirigeants) influent sur les décisions financières prises par l'entreprise.

#### **3.1. La théorie de l'agence**

La théorie de l'agence apporte une contribution importante à la compréhension de la structure financière des entreprises. Elle explore comment les conflits d'intérêts entre les principaux (les actionnaires) et les agents (les dirigeants) influent sur les décisions financières prises par l'entreprise.

La théorie de l'agence est plutôt un cadre d'analyse qui étudie les relations contractuelles et les conflits d'intérêts entre les principaux (les propriétaires ou les actionnaires) et les agents (les dirigeants ou les gestionnaires) dans une entreprise. Elle examine les motivations et les comportements des agents, ainsi que les moyens par lesquels les principaux peuvent inciter les agents à agir dans l'intérêt de l'entreprise.

#### **3.2. La théorie d'agence et la structure financière**

La théorie de l'agence repose sur le principe néoclassique fondamental selon lequel chaque individu agit en cherchant à maximiser ses intérêts personnels au détriment de l'intérêt collectif. Selon cette hypothèse, les agents économiques, qui agissent en fonction des incitations créées par le système économique et la structure légale dans laquelle ils opèrent,

---

<sup>19</sup>Allen, F., & Douglas, G. (2000). "Comparer les systèmes financiers". Cambridge, Massachusetts : MIT Press.

sont capables d'évaluer de manière rationnelle les conséquences des relations d'agence qui existent entre eux.

Cette théorie propose une conception de l'entreprise qui s'éloigne de l'idée de l'entreprise comme une "boîte noire"<sup>20</sup>, où il est difficile d'accéder ou de comprendre les interactions et relations entre ses divers composants ou catégories

Cette perspective conduit naturellement à reconnaître qu'il existe des coûts associés à la nécessité de réduire les risques de conflit entre le mandataire (l'entité qui délègue le pouvoir) et le mandataire (l'entité agissant au nom du mandant). Ces coûts sont appelés les "coûts d'agence".

Michael C. Jensen et William H. Meckling ont développé la théorie de l'agence, ils identifient trois types de frais d'agence<sup>21</sup>:

- Les coûts de surveillance : Ce sont les coûts engagés par le principal pour surveiller et contrôler les actions de l'agent afin de s'assurer que celui-ci agit dans l'intérêt du principal. Les coûts de surveillance comprennent les coûts liés à la collecte d'informations, à l'évaluation des performances, à la mise en place des systèmes de contrôle et à la supervision des activités de l'agent. Ces coûts peuvent être financiers (par exemple, embaucher des auditeurs externes) ou non financiers (par exemple, passer du temps à superviser les actions de l'agent).

- Les coûts d'opportunisme : Ces coûts font référence aux mesures prises par le principal pour inciter l'agent à agir dans son intérêt. Les coûts d'opportunisme comprennent généralement la mise en place de contrats, de mécanismes d'incitation et de mécanismes de responsabilité visant à aligner les intérêts de l'agent sur ceux du mandant. Par exemple, des bonus ou des stock-options peuvent être utilisés pour inciter les gestionnaires à maximiser la valeur de l'entreprise.

- Les coûts résiduels (pertes résiduelles) : Ce sont les coûts qui s'accompagnent malgré les mesures de surveillance et les incitations mises en place, il y a toujours des divergences d'intérêts entre le principal et l'agent. Les coûts résiduels sont la perte économique résultant de ces divergences d'intérêts. Par exemple, si un gestionnaire prend des décisions qui maximisent son propre intérêt financier à court terme, mais qui sont préjudiciables à long terme pour l'entreprise, cela entraîne des coûts résiduels pour le principal dont les droits de contrôle

---

<sup>20</sup>Robert COBBAUT : « Théorie financière », Ed ECONOMICA, Belgique, 1997, P90.

<sup>21</sup>Michael C. Jensen et William H. Meckling dans leur célèbre article intitulé "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure" publié en 1976 dans le Journal of Financial Economics

et les incitations sont répartis entre les parties peuvent influencer les coûts d'agence. Par exemple, la présence d'actionnaires dispersés peut rendre la surveillance et le contrôle plus désigné, tandis que la concentration de la propriété peut faciliter la surveillance et réduire les coûts d'agence.

Le choix de la structure financière est une décision fondamentale, car elle exerce une influence directe sur la rentabilité et le niveau de risque associé aux actions pour les actionnaires<sup>22</sup>.

**Tableau n° 02:** Types de conflits de théorie d'agence

Type de conflit	Explications
Entre l'actionnaire et créanciers	La contradiction entre les actionnaires et les déficits découle de la notion de « transfert de richesse » de l'avenir vers le présent. En utilisant la méthode d'évaluation des actifs, il apparaît que plus le niveau de risque d'une entreprise est élevé, plus les actionnaires sont susceptibles de bénéficier davantage au détriment des déficits. Cela signifie que certaines actions de l'entreprise peuvent nuire aux intérêts des déficits, comme le choix de mettre en place une politique généreuse de distribution de dividendes.
Entre l'actionnaire et les dirigeants	En présence d'un surplus de liquidités, c'est-à-dire lorsque tous les projets rentables ont été financés, des désaccords peuvent émerger entre les actionnaires et les dirigeants. Étant donné que les dirigeants ne détiennent pas la totalité du capital, leurs investissements dans ces projets ne leur permettent pas de récolter pleinement les retours de leurs efforts sous forme de profits.

**Source :** établi par nous-même à partir des cours de Mme ASSOUS, 2022, UMMTO.

<sup>22</sup>Pierre Vernimmen : « Politique financière de l'entreprise », Encyclopédie de gestion sous la direction de Yves Simon-Patrick Joffre, Economica, 1997, Page 2343.

## 4. Théorie des préférences hiérarchisé de la structure financière :

### 4.1. Théorie du financement hiérarchique et la structure financière des entreprises

Les décisions de financement sont prises de manière centralisée par une autorité supérieure au sein de l'entreprise, telle que la direction générale ou le conseil d'administration. Cette autorité évalue les besoins financiers globaux de l'entreprise et alloue les ressources financières aux différentes divisions, départements ou projets en fonction de critères spécifiques tels que la performance, les priorités stratégiques ou les objectifs financiers.

La théorie de Pecking order theory (POT), est une théorie développée par Stewart Myers en 1984 pour expliquer les choix de financement des entreprises<sup>23</sup>. Cette théorie s'oppose à la théorie traditionnelle du capital structure, qui soutient que les entreprises ont une structure de capital cible qu'elles cherchent à atteindre en équilibrant la dette et les capitaux propres.

La théorie du financement hiérarchique, également connue sous le nom de Pecking Order Theory (POT), a été élaborée par Myers et Majluf en 1984<sup>24</sup>. Cette théorie repose sur l'asymétrie de l'information entre les acteurs internes et externes d'une entreprise pour déterminer l'ordre de préférence des choix de financement.

Selon la théorie de Myers-Majluf, les dirigeants d'entreprise ont généralement une meilleure connaissance de l'état réel de leur entreprise que les investisseurs externes<sup>25</sup>. Cela crée une asymétrie d'information, car les investisseurs ne peuvent pas évaluer les opportunités et les risques liés à l'investissement. En conséquence, les investisseurs peuvent exiger une prime de risque plus élevée ou refuser d'investir dans l'entreprise.

Les dirigeants d'une entreprise adoptent une politique financière visant à minimiser les coûts associés à l'asymétrie de l'information, et ils donnent la priorité au financement interne par rapport au financement externe. Ils classent ces sources de financement de la manière suivante : financement interne (autofinancement) et financement externe (dette classique, dette convertible et augmentation du capital par émission d'actions nouvelles).

**Financement interne :** Le financement interne repose sur l'utilisation des bénéfices qui sont réinvestis dans l'entreprise, notamment en les mettant en réserves. L'entreprise n'a recours

---

<sup>23</sup>Myers, S. C. (1984). "The Capital Structure Puzzle." *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.

<sup>24</sup>MYERS S., « The Capital Structure Puzzle », *Journal of Finance* 39, 1984, P.575-592.

<sup>25</sup>Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

à d'autres moyens de financement que lorsque ses capacités d'autofinancement sont épuisées. L'approche privilégiant en premier lieu le financement interne est basée sur des enquêtes menées depuis les travaux de Donaldson en 1961. Toutefois, cette approche n'a été théorisée que plus tard, avec l'introduction du concept d'asymétrie informationnelle. Le financement interne permet à l'entreprise de gérer sa politique de distribution de dividendes en fonction de ses prévisions de trésorerie, sans révéler d'informations sensibles sur ses projets aux concurrents.

**Financement externe :** Une fois que les ressources de financement interne sont épuisées, l'entreprise se tourne vers le financement externe. En premier lieu, elle opte pour l'endettement, en contractant des emprunts. Cependant, en présence des coûts potentiels associés à l'endettement excessif, tels que les coûts de faillite, l'entreprise peut être amenée à émettre des actions pour financer ses investissements ou réduire son niveau d'endettement.

Cette stratégie de financement découle de la Pecking Order Theory (POT), qui considère que l'utilisation du financement interne est préférée en raison de l'asymétrie d'information, suivie de l'endettement avant l'émission d'actions, afin de minimiser les coûts potentiels liés à l'information et aux coûts de faillite.

## 5. L'apport de la théorie market timing à la structure financière

La théorie du market timing est une approche qui soutient que les investisseurs peuvent anticiper et profiter des mouvements futurs du marché en ajustant leurs positions d'investissement en fonction des fluctuations attendues du marché. En d'autres termes, il s'agit d'essayer de déterminer les moments opportuns pour acheter ou vendre des actifs financiers afin de réaliser des gains.

Le market timing fait référence à la tentative de prévoir les mouvements futurs des marchés financiers, notamment pour acheter et vendre des actifs dans le but de réaliser des gains. Il reste sur l'idée de trouver les bons moments pour entrer ou sortir du marché afin de maximiser les rendements ou de minimiser les pertes. Cependant, il est important de noter que le market timing est considéré comme une stratégie stratégique difficile à mettre en œuvre avec succès de manière cohérente, car les marchés sont souvent imprévisibles et soumis à de nombreux facteurs complexes

Selon Baker et Wurgler, les investisseurs ont tendance à être favorisés par des biais cognitifs et émotionnels, ce qui les conduit à surestimer les rendements passés des actions gagnantes et à sous-estimer les rendements passés des actions perdantes. Cela crée un effet de momentum, où les investisseurs ont tendance à acheter des actions qui ont récemment bien performé et à vendre celles qui ont mal performé.

Ces comportements de market timing basés sur les préférences des investisseurs peuvent conduire à des fluctuations excessives des prix des actions par rapport à leurs valeurs fondamentales. Baker et Wurgler ont vérifié que les cycles de market timing peuvent être auto-renforçants, car les investisseurs qui cherchent à maximiser leurs rendements suivent les tendances du marché, ce qui amplifie les mouvements de prix.

Les travaux de Baker et Wurgler remettent en question l'idée selon laquelle les marchés sont toujours efficaces et que les prix traitent parfaitement les informations disponibles<sup>26</sup>. Ils peuvent supposer que les facteurs comportementaux jouent un rôle important dans les fluctuations des marchés financiers.

Selon Loughran et Ritter, les entreprises ont tendance à suivre une stratégie de market timing dans leurs décisions d'émission d'actions. Lorsque les prix des actions sont élevés, les entreprises trouvent l'émission d'actions plus attrayante, car elles peuvent lever des fonds à des prix plus élevés et réduire ainsi le coût du capital. En revanche, lorsque les prix des actions sont bas, les entreprises sont moins enclines à émettre des actions, car cela diluerait la valeur des actions existantes et entraînerait des coûts plus élevés.

Loughran et Ritter ont observé que les émissions d'actions ont tendance à se produire par vagues, avec des périodes de forte activité d'émission d'actions suivies de périodes de faible activité. Ces schémas régissent que les entreprises tentent d'exploiter les cycles de prix des actions en tant que actions lorsque les prix sont élevés et en s'abstenant lorsque les prix sont bas. Leur recherche montre que les entreprises émettent des actions lors de périodes de prix élevées sous-performantes en moyenne sur le long terme, ce qui suggère que le market timing opportuniste peut être une stratégie payante pour les entreprises.

Loughran et Ritter ont réfléchi à la compréhension du market timing en examinant le timing des émissions d'actions par les entreprises. Leurs travaux procèdent que les entreprises

---

<sup>26</sup>Baker, M., & Wurgler, J. (2006). "Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns." *Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.

ont tendance à émettre des actions lorsque les prix sont élevés<sup>27</sup>, ce qui indique un market timing opportuniste. Cependant, leurs recherches démontrent également que ce type de stratégie peut entraîner des résultats sous-optimaux pour les entreprises concernées.

Les travaux de Loughran et Ritter se concentrent sur le timing des émissions d'actions par les entreprises, tandis que ceux de Baker et Wurgler interviennent sur le market timing d'une manière plus générale en mettant l'accent sur les préférences des investisseurs et les cycles de prix des actifs.

L'étude menée par Becker et Wurgler en 2002 suggère que la structure financière actuelle d'une entreprise ne résulte pas nécessairement de décisions délibérées visant à atteindre un ratio cible entre la dette et les capitaux propres. Au contraire, elle découle de l'accumulation de décisions prises dans le passé<sup>28</sup>, influencées par le contexte financier. Deux tendances clés émergentes de leurs conclusions :

- Émission d'actions lorsque les valorisations sont élevées et/ou que le marché boursier est favorable : En période de valorisations élevées et dans un contexte de marché boursier favorable, les entreprises ont tendance à émettre de nouvelles actions. Cela s'explique par le fait que l'émission d'actions à des valorisations élevées leur permet de lever des fonds importants tout en limitant la dilution de la propriété des actionnaires existants.

- Émission de dettes et rachat d'actions quand les cours sont faibles et/ou que la bourse est en déclin : En revanche, lorsque les cours des actions sont relativement bas et que le marché boursier est en baisse, les entreprises ont plus tendance à émettre de la dette pour financer leurs opérations ou pour racheter leurs propres actions. L'émission de dette à des coûts d'emprunt moins élevés peut être attrayante dans ces conditions, tout comme le rachat d'actions peut être vu comme une opportunité pour l'entreprise de soutenir son cours boursier.

Les nouvelles théories de financement ont apporté de nouvelles perspectives sur la structure financière des entreprises. Ces théories remettent en question les idées traditionnelles selon les entreprises censées se financer principalement par l'emprunt ou par l'émission d'actions. L'analyse de la structure financière des entreprises à travers différentes théories apporte des éclairages sur les mécanismes et les motivations qui sous-tendent les décisions de financement.

---

<sup>27</sup>Loughran, T., & Ritter, J. R. (2002). "Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?" *Journal of Financial Economics*, 65(3), 389-415.

<sup>28</sup>MODIGLIANI F. & MILLER M., Op Cit, P.261.

L'analyse des différentes théories de financement, telles que la théorie de l'agence, la théorie des signaux, la théorie du market timing et la théorie du financement hiérarchique, permet de mieux comprendre les motivations et les stratégies des entreprises en matière de structure financière. Les entreprises cherchent à aligner les intérêts des différentes parties concernées, à communiquer des informations aux investisseurs, à profiter des opportunités de marché et à optimiser leurs coûts et leurs risques financiers. La structure financière est donc une décision stratégique qui doit être prise en tenant compte de multiples facteurs et des spécificités de chaque entreprise. Les entreprises doivent évaluer soigneusement leur situation financière actuelle, leur profil de risque, leurs besoins de financement, ainsi que les attentes et les exigences de leurs investisseurs, créanciers et autres parties prenantes. En fin de compte, la structure financière choisie devrait être en adéquation avec la vision et les objectifs de l'entreprise, en veillant à ce qu'elle puisse soutenir sa croissance, sa rentabilité et sa stabilité à long terme.

### **Section 03: Théories stratégiques de la structure de financement**

Les théories stratégiques de la structure de financement sont des concepts et des modèles qui cherchent à expliquer comment les entreprises décident de financer leurs activités et leurs investissements. La structure de financement d'une entreprise se réfère à la proportion de dette et de capitaux propres utilisée pour financer ses opérations.

#### **1. Impact de l'effet de levier sur la structure financière**

L'entreprise qui vise à développer sa structure financière considère l'endettement comme un outil essentiel. Dans ce qui suit, nous allons expliquer en quoi consiste l'effet de levier et comment il est lié à la structure financière de l'entreprise.

### 1.1. Définition de l'effet de levier

L'effet de levier se réfère à l'influence de l'endettement sur les fonds propres de l'entreprise. Il représente la différence entre la rentabilité des capitaux propres et la rentabilité économique.<sup>29</sup>

L'effet de levier est un concept qui a été étudié depuis longtemps, mais il est développé par avancées de la théorie financière moderne et des recherches portant sur la structure financière optimale des entreprises.<sup>30</sup>

L'effet de levier consiste à bénéficier d'une rentabilité financière supérieure à l'ensemble des fonds investis. Cela signifie qu'une entreprise peut voir sa rentabilité financière augmenter en s'endettant davantage, à condition que le coût de l'endettement soit inférieur à la rentabilité économique. Dans le cas contraire, on parle d'effet négatif, parfois appelé effet masse ou boomerang.

Cet effet de levier peut être appliqué dans divers secteurs d'activité, mais il peut ne pas être aussi efficace dans des domaines comme la grande distribution, où les besoins en fonds de roulement sont négatifs.

### 1.2. Calcul de l'effet de levier

$$\text{Effet de levier} = R_{cp} - RE$$

Avec les notions suivantes:

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

**RE :** La rentabilité économique.

---

<sup>29</sup>Pierre vernimmen « finance d'entreprise » Dalloz, Paris, 2014 p290

<sup>30</sup>Pierre Conso et Farouk Hemici, Gestion Financière de l'entreprise, édition Dunod, 11eme édition, 2005, P : 272.

**Interprétation :**

Effet de levier positif : Cela se produit lorsque la rentabilité financière dépasse la rentabilité économique, ce qui signifie que l'endettement est bénéfique pour l'entreprise, lui permettant ainsi d'emprunter davantage.

Taux d'intérêt des emprunts < taux  $R_e$  = augmentation de  $R_f$

Effet de levier négatif : Dans ce cas, la rentabilité financière est inférieure à la rentabilité économique, ce qui indique que le coût de l'endettement n'est pas compensé par la rentabilité économique. En d'autres termes, quand le coût de l'endettement dépasse la rentabilité économique, l'effet de levier de l'endettement se renverse, entraînant une diminution de la rentabilité des capitaux propres<sup>31</sup>.

Taux d'intérêt des emprunts > taux  $R_e$  = diminution de la  $R_f$

Effet de levier nul : Lorsque l'effet de levier est nul, cela signifie que l'endettement n'a qu'un impact limité. La rentabilité financière est égale à la rentabilité économique, ce qui indique que l'endettement n'a ni un impact favorable ni défavorable sur l'entreprise.

Taux d'intérêt des emprunts = taux de  $R_e$  = taux de  $R_f$

En théorie, l'arbitrage entre la part dettes financières et des fonds propres est généralement en faveur des dettes financières, jusqu'à ce que l'effet de levier cesse d'être un facteur déterminant.

**1.3. Avantage de l'effet de levier sur la structure financière**

L'effet de levier se manifeste lorsque l'entreprise génère des bénéfices grâce à l'usage de l'endettement, ce qui lui permet d'accroître le rendement sur son capital. Par conséquent, il favorise l'augmentation de la rentabilité des capitaux propres, particulièrement lorsque le taux d'endettement demeure inférieur au rendement économique.

<sup>31</sup> Pierre vernimmen, op.cit. p292.

En outre, l'effet de levier renforce la capacité de l'entreprise à rembourser ses dettes à leur échéance, grâce aux profits qu'elle réalise. Cela contribue à maintenir une structure financière solide, ce qui instaure la confiance auprès de ses parties prenantes, telles que les clients, les fournisseurs, et les institutions financières.

#### **1.4. Limites de l'effet de levier**

En finance, il est important de rappeler que rien n'est véritablement gratuit. L'effet de levier, bien qu'il puisse apporter d'importants avantages à une entreprise, comporte naturellement des limites. D'un côté, l'entreprise doit prendre en considération les risques associés à un accroissement de son endettement, car plus l'effet de levier est poussé, plus le risque financier devient élevé. Dans certaines situations, cet effet de levier peut se retourner contre l'entreprise et entraîner d'importantes pertes. On ne parle plus alors d'un effet de levier, mais plutôt d'un "effet massue," où l'entreprise n'obtient aucun rendement de son endettement, et elle peut même se retrouver en déficit.

Le recours à l'endettement peut s'avérer nuisible pour l'entreprise si cet endettement est mal utilisé ou excessif, car cela affaiblit sa structure financière. Bien sûr, à mesure que l'entreprise s'endette davantage, les charges financières augmentent, et le risque de non-remboursement augmente également. Cela peut réduire la capacité de l'entreprise à emprunter davantage et peut créer de la méfiance parmi ses parties prenantes.

## **2. L'influence du coût de capital sur la structure financière**

Le coût du capital, également connu sous le nom de coût moyen pondéré du capital (CMP), correspond à la rentabilité minimale que l'entreprise doit atteindre en investissant les fonds qui lui ont été confiés dans des projets rentables. Il s'agit du taux de rendement qui rémunère les investissements des apporteurs de fonds, en particulier les actionnaires et les créanciers.

Ce taux exigé par les bailleurs de fonds est réellement la rémunération susceptible d'être obtenue sur un investissement alternatif présentant le même niveau de risque<sup>32</sup>

---

<sup>32</sup> Cours : Stratégie financière, Cours n°04: Le coût du capital, Master 02 réalisé par Mme : ASSOUS NASSIMA, p : 33, 2022-2023

Le coût moyen pondéré du capital est donné par la relation suivante :

$$\text{Coût du capital} = \frac{K_{cp} \times CP}{CP + DF} + \frac{K_d(1 - IBS) \times dettes}{CP + DF}$$

Avec les notions suivantes:

**CMPC** : Coût moyen pondéré du capital ;

**K.cp** : Coût des capitaux propres ou Taux de rentabilité attendu par les actionnaires ;

**K.d** : Coût des dettes financières ;

**Cp** : Capitaux propres ;

**DF** : Dettes financières ;

**IBS** : Taux d'impôt sur les bénéfices des sociétés.

Cependant, dans une approche de prise de décision rationnelle, il est essentiel de tenir compte du coût associé à chaque mode de financement. Étant donné que le coût du capital d'une entreprise est influencé par la manière dont elle combine les capitaux propres et les dettes, l'entreprise optera naturellement pour les sources de financement les moins onéreuses.

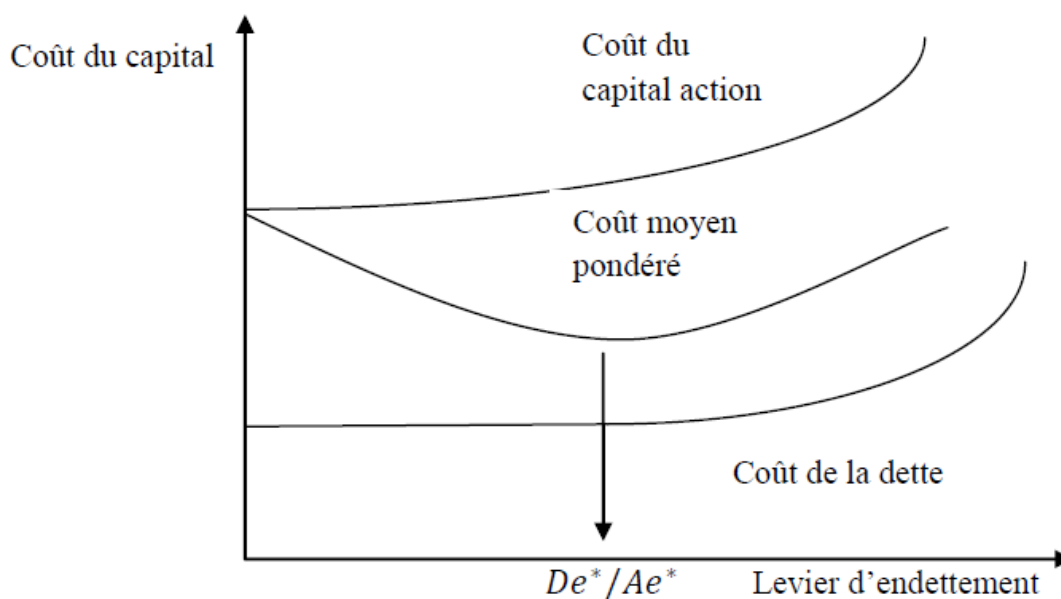
L'objectif fondamental de la maximisation de la valeur d'une entreprise consiste à réduire au minimum le coût moyen pondéré du capital (CMP). Ce coût est au plus bas lorsque le taux d'endettement est optimal. Selon les idées de Durand (1952), le niveau optimal d'endettement est atteint lorsqu'il est maximal. Cependant, lorsque l'on prend en compte le risque financier, cette conclusion est nuancée, et la structure financière optimale devient une combinaison judicieuse de dettes et de capitaux propres

La minimisation du coût moyen pondéré du capital implique d'augmenter la proportion de la dette dans la structure financière de l'entreprise, jusqu'à un point où le taux d'intérêt exigé par les prêteurs devient une fonction croissante de l'endettement. En effet, à mesure qu'une entreprise s'endette davantage, son risque financier augmente, ce qui entraîne une augmentation du coût de sa dette et de ses capitaux propres. Si une entreprise emprunte des fonds alors qu'elle a une faible dette, son coût moyen pondéré du capital commence à baisser, car le taux d'intérêt reste stable et le coût des capitaux propres augmente peu. Dans ce cas, il est avantageux pour l'entreprise d'augmenter son endettement pour minimiser le coût moyen pondéré de son

capital<sup>33</sup>. Cependant, étant donné que les actionnaires n'ont pas de taux de rémunération contractuel, il est clair que leur rendement sera plus élevé que celui des fonds empruntés. Par conséquent, toute augmentation de l'endettement réduira le coût moyen pondéré du capital, et l'entreprise continuera à s'endetter jusqu'à ce que l'augmentation du coût des capitaux propres en raison du risque financier accumulé dépasse les avantages d'un endettement croissant, car la source de financement par emprunt est moins coûteuse. Cela entraînera une augmentation du coût moyen pondéré du capital.

Soucieuse de la minimisation du coût de son capital qui revient à maximiser sa valeur, l'entreprise opte pour le niveau d'endettement optimal comme illustré ci-dessous :

**Figure n° 01:** La position classique en matière de structure financière



**Source:** Ginglinger. E (1991)

L'approche classique, en l'absence d'hypothèses homogènes, est souvent considérée comme empirique, ce qui signifie qu'elle repose sur des observations pratiques plutôt que sur une théorie solide. Pour pallier les limites de cette approche, des développements théoriques,

<sup>33</sup> BOUYAD Brahim et ELIDRISSI Ali ; 2013 , "Déterminant de la structure financière et réaction du marché boursier aux décisions de financement : cas des sociétés cotées à la bourse des valeurs de Casablanca"

notamment ceux présentés par Modigliani et Miller en 1958, ont été introduits. Ces avancées ont permis d'établir un cadre théorique solide pour comprendre la structure financière des entreprises.

### 3. L'influence du coût de faillite sur la structure financière des entreprises

#### 3.1. Définition coût de faillite

Chaque fois que l'entreprise s'accroît son endettement, elle risque de rencontrer des problèmes pour rembourser ses dettes ou de ne pas respecter ses obligations financières. En d'autres termes, comme décrit précédemment, en l'absence de coûts de faillite, la valeur d'une entreprise sans dette équivaut à la somme de la valeur de cette même entreprise avec de la dette et de la valeur actuelle des économies fiscales résultant de l'endettement. L'intégration des coûts de faillite dans cette logique conduit à réduire cette valeur (Brennan et Schwartz, 1978)<sup>34</sup>

D'après Harris et Raviv 1991: « Il en résulte que la structure de financement optimale Est déterminée par arbitrage et par conséquent, elle n'est plus neutre. Elle correspond au niveau d'endettement pour lequel les bénéfices liés à la déductibilité des frais financiers compensent exactement les coûts résultant d'une éventuelle faillite de l'entreprise ».

#### 3.2. Quantification des coûts de faillite

Les coûts résultant de la défaillance d'une entreprise proviennent de diverses sources et se regroupent en deux principales catégories : les coûts directs et les coûts indirects.

**Les coûts directs:** également appelés coûts explicites, englobent les dépenses liées aux procédures judiciaires, les frais administratifs, ainsi que les honoraires des syndics et des experts nommés par le tribunal.

**Les coûts indirects:** parfois appelés coûts implicites, se rapportent aux indemnités pour licenciement.

---

<sup>34</sup> HAFID BELGHITI, Les déterminants de la structure du capital : Application pour les entreprises Canadiennes Et Américaines de 1995 à 2005, comme exigence partielle de la maîtrise en administration des affaires, décembre 2006, page n °19

Tableau n° 03: Les coûts de défaillances

	<b>Coût direct</b>	<b>Coût indirect</b>
<b>A priori (risque de défaillance)</b>	Coûts administratifs Coûts de réorganisation Coûts financiers (prime de risque exigée...)	Coûts d'image (crédibilité financière et commerciale)
<b>A posteriori</b>	Coûts de délégation Coûts de réorganisation Coûts de vente forcée et urgente des actifs Coûts sociaux	Coûts d'opportunité (manque à gagner, crédits d'impôt...)

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

## Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons exploré différents aspects de la structure financière en utilisant à la fois l'approche traditionnelle et les nouveaux courants de la finance moderne, en plus de discuter du coût du financement et de la structure du capital.

Nous avons examiné les fondements théoriques de la structure financière. Les théories traditionnelles ont affirmé l'existence d'une structure optimale du capital. En revanche, la théorie d'agence a proposé des méthodes spécifiques pour minimiser les coûts d'acquisition des fonds en sollicitant les conflits d'intérêts entre les parties concernées de l'entreprise. En parallèle, la théorie basée sur les asymétries d'information souligne l'autofinancement lorsque cela est possible, mais préconise l'émission de dette lorsque l'autofinancement n'est pas suffisant pour soutenir la croissance de l'entreprise. C'est ainsi qu'est apparue la théorie du financement hiérarchique (1984), considérée comme novatrice et plus proche de la réalité que les théories traditionnelles.

Enfin, nous avons compris le coût du financement et sa relation avec la structure du capital. Nous avons conclu que l'assimilation du coût global du financement au coût moyen pondéré des ressources présente des défis analytiques complexes, car la structure financière choisie par l'entreprise a un impact sur le coût de chaque ressource utilisée.

Dans le prochain chapitre, nous approfondirons l'étude des différentes modalités de financement, en mettant en évidence leur influence sur la valeur de l'entreprise.

# **Chapitre 2:**

## **Identification des facteurs de la structure du capital**

## Introduction

Dans le domaine de la gestion financière des entreprises, la structuration du capital revêt une importance capitale. Il s'agit d'un processus délicat qui consiste à déterminer comment mobiliser et allouer les ressources financières de manière optimale. Pour comprendre en profondeur cette démarche, il est nécessaire d'explorer les facteurs qui influent sur les décisions de financement, ainsi que les différentes options à la disposition des entreprises.

Dans ce chapitre on va comprendre les facteurs qui guident les choix de financement et permettent à la direction de prendre des décisions éclairées, en alignant la structure financière sur les besoins et les objectifs spécifiques de l'entreprise. De même, les modalités de financement, qu'il s'agisse de capitaux propres ou de dettes, peuvent avoir un impact sur la rentabilité, et la valorisation de l'entreprise.

Dans la première section nous explorons en détails les déterminants qui orientent les choix financiers des entreprises. Ces facteurs incluent la taille, sa position sur le marché, risque, croissance et bien d'autres variables. L'objectif est d'analyser comment ces éléments interagissent pour définir la structure financière d'une entreprise.

Dans la deuxième section, nous abordons les modalités de financement disponibles pour les entreprises. Les sociétés ont diverses options à leur disposition, allant de l'utilisation de leurs propres ressources financières à l'émission d'actions, en passant par l'emprunt de fonds auprès de tiers.

Dans la troisième section, nous aborderons le lien essentiel entre la structure financière et la valeur de l'entreprise. Il est important de comprendre comment les décisions de financement affectent la valorisation de l'entreprise, notamment en termes de création ou de destruction de valeur pour les actionnaires. Cette compréhension permettra aux futurs gestionnaires financiers de prendre des décisions éclairées pour maximiser la valeur de l'entreprise.

## **Section 01 : Les facteurs influençant le choix d'une structure du capital**

Dans l'univers complexe des affaires, la structure financière d'une entreprise joue un rôle crucial dans sa viabilité, sa croissance et sa capacité à prospérer dans un environnement économique en perpétuelle mutation. Pour financer ses activités, ses investissements et réaliser ses objectifs futurs, un ensemble de facteurs entre en jeu.

Ces facteurs, souvent interdépendants, influençant la décision de financement. La structure financière renvoie à la composition des ressources financières de l'entreprise, au poids et à l'équilibre entre les ressources propres et les dettes<sup>35</sup>.

De nombreux auteurs ont en effet étudié théoriquement l'importance relative de certains facteurs dans la détermination de la structure du capital des entreprises. Ces facteurs incluent généralement des éléments tels que la fiscalité, le risque financier, la taille de l'entreprise, la rentabilité, la croissance, etc. Les principales théories qui ont émergé de ces travaux théoriques incluent la théorie du coût d'agence, la théorie de la hiérarchie financière. Cependant, lorsqu'il s'agit de vérifier empiriquement ces théories et de quantifier l'importance relative des facteurs dans la pratique, il existe une abondance de recherche empirique dans le domaine de la finance d'entreprise.

L'approche théorique de la structure financière vise à trouver la meilleure façon de gérer les finances d'une entreprise. Cette approche cherche à atteindre deux objectifs principaux : réduire les coûts d'emprunt au minimum et maximiser la valeur de l'entreprise. Cependant, la façon dont on parle de la structure du capital peut être confuse, car elle est décrite de différentes manières, comme politique financière, composition du capital ou stratégie d'endettement.

Dans cette section nous allons analyser le concept de la structure, les facteurs déterminants la structure de financement.

### **1. Principes de la structure financière**

La structure financière d'une entreprise, dans son sens simple, se réfère aux propositions des différentes sources de financement, qu'elles soient internes ou obtenues par emprunt, à un

---

<sup>35</sup>[www.erudit.org](http://www.erudit.org) « Les déterminants de la structure financière » publié le 28 mai 2013.

moment donné. Elle est essentiellement une analyse de la composition des ressources de l'entreprise à un instant précis.

L'étude de la structure financière d'une entreprise à partir de son bilan permet de déterminer quels actifs sont financés par les capitaux propres de l'entreprise et quels autres sont soutenus par des dettes. Le choix d'une structure financière implique essentiellement de décider dans quelle mesure l'entreprise devrait s'endetter par rapport à l'utilisation de ces propres fonds. Etudier la structure financière d'une entreprise consiste à déterminer quels éléments de son patrimoine sont financés par ses propres ressources, et quels éléments sont couverts par des emprunts ou des dettes.

**Tableau N° 04** : Les indicateurs de la structure financière :

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

**Source** : établi par nous-mêmes à partir de nos connaissances acquises durant le cursus universitaire.

Pour financer un actif à long terme, comme un bien immobilier, l'entreprise devrait opter pour un financement à long terme. En revanche, pour financer des actifs à court terme, tels que des biens d'équipement, il est plus rentable d'utiliser un financement à court terme. Il serait risqué pour l'entreprise de couvrir ses biens durables en utilisant des dettes à court terme.

### 1.1 Définition de la structure financière

Lorsqu'on parle de la structure financière de l'entreprise, on fait allusion à l'ensemble des ressources qui finance l'entreprise, qu'il s'agisse des capitaux propres, dettes à long terme, des dettes à court terme ou des ressources d'exploitation<sup>36</sup>.

<sup>36</sup>G. DEPALENS et J.J. JOBARD, Gestion financière de l'entreprise. 11<sup>éd.</sup> Dunod, Paris, 1997, P. 811.)

La structure financière d'une entreprise fait référence à la manière dont elle finance ses activités et son développement. Elle est généralement composée de deux principales sources de financement qui sont :

- Les capitaux propres : il s'agit de l'argent investi dans l'entreprise par les actionnaires ou les propriétaires. Les capitaux propres comprennent le capital social, les bénéfices non distribués et d'autres formes d'investissement en actions.

- Les capitaux empruntés (les dettes) : ce sont les fonds empruntés par l'entreprise sous formes de prêts, d'obligations ou d'autres instruments de dettes. Ces fonds doivent être remboursés avec intérêts à une date ultérieure.

La structure financière peut varier d'une entreprise à une autre, en fonction de sa stratégie financière, de son secteur d'activité et de sa situation financière globale. Une structure du capital équilibrée cherche à optimiser le rapport entre les capitaux empruntés pour maximiser la rentabilité tout en minimisant les risques financiers.

## **1.2. Objectifs de la structure financière**

La structure de financement d'une entreprise est un élément essentiel de son analyse, mettant en évidence les différentes composantes de son bilan. Cette analyse repose sur une équation financière de base et prend en considération divers facteurs qui influencent cette structure.

L'objectif ultime est de déterminer la structure financière optimale, c'est-à-dire la meilleure combinaison entre les fonds propres et les dettes, permettant d'atteindre la principale visée de l'entreprise : maximiser le rendement tout en minimisant les coûts de financement.

Néanmoins, l'analyse de la structure financière vise également à évaluer la santé financière globale de l'entreprise. Elle examine son équilibre financier ainsi que sa capacité à honorer ses obligations à court et à long terme.

## **1.3. L'importance de la structure financière**

Toutes les entreprises ont besoin de comprendre leur situation financière actuelle et de la comparer à celle des années précédentes afin de prendre des décisions éclairées pour l'avenir de la société. A cet effet la structure de capital d'une entreprise est d'une importance cruciale

pour la direction et les investisseurs, car elle détermine la manière dont les activités de l'entreprise sont financées. En outre, la structure de financement fournit des informations majeures pour les transactions économiques et toutes les parties intéressées par la durabilité à long terme de l'entreprise :

- Pour les dirigeants d'une entreprise, la structure financière joue un rôle essentiel en leur permettant d'évaluer la santé financière de leur organisation. Cette évaluation est cruciale pour orienter leurs décisions stratégiques afin d'optimiser l'utilisation efficace des ressources limitées dont la société dispose.

- Du point de vue des investisseurs ou des prêteurs, la structure de capital revêt d'une grande importance en tant qu'indicateur fiable. Ils s'appuient sur cette structure pour évaluer la solidité financière de l'entreprise avant d'accorder un crédit ou de fournir des liquidités. Cela les aide à prendre des décisions éclairées en matière d'investissement.

- Pour les autorités (l'Etat), la structure financière est également d'une grande importance, cela s'explique par le fait que l'impôt sur les bénéfices est directement lié à la performance financière de l'entreprise. Par conséquent, la santé financière de l'entreprise a un impact sur les recettes fiscales et, par extension sur la santé économique globale de l'Etat<sup>37</sup>.

## **2. Les facteurs déterminant le choix d'une structure du capital**

Le choix de la structure financière d'une entreprise dépend de plusieurs facteurs, allant de la nature de l'entreprise à son stade de développement, en passant par ses objectifs financiers et sa perception des risques. Lorsqu'il s'agit de déterminer la structure financière optimale pour l'entreprise cotée en bourse, de nombreux facteurs entrent en jeu, et ces derniers peuvent être catégorisés en deux grandes catégories : les facteurs microéconomiques ou facteurs interne à l'entreprise et les facteurs externes ou macroéconomiques. L'analyse et la prise de décision relatives à la structure financière revêtent une importance cruciale pour cette entreprise, car elle affecte sa capacité à mobiliser des ressources, à gérer les risques et à maximiser la valeur pour les actionnaires. Dans ce point de la section, nous explorons en profondeur ces deux catégories

---

<sup>37</sup> BARREAU. J et DELAHAYE. J, « Gestion financière », Edition DUNOD, 12<sup>ème</sup> édition, Paris, 2003.

de facteurs, en examinant comment ils influencent le choix d'une structure du capital de l'entreprise cotée en bourse.

## **2.1. Le rôle des facteurs microéconomiques dans la détermination de la structure financière**

Les facteurs influençant la structure financière mentionnés dans le cadre de notre recherche ont été adoptés dans la plupart des études antérieures qui montrent que l'endettement d'une firme s'explique par ses caractéristiques spécifiques ou déterminantes microéconomiques. Les cités sont la taille et l'âge l'entreprise, les opportunités de croissance, la tangibilité de l'actif, la rentabilité et la profitabilité, le risque.

### **2.1.1. L'influence de « La taille de l'entreprise » dans le choix de financement**

La taille des entreprises est considérée comme un facteur complexe dans le choix de leur structure de financement. D'une part, son effet reste ambigu selon Rajan et Zingales (1995). En effet, les grandes entreprises sont diversifiées, sont donc moins risquées. Ce qui les rend aptes à emprunter plus facilement. D'autre part, leur grande taille signifie également une plus grande disponibilité d'informations, ce qui pourrait les pousser à préférer l'émission d'actions plutôt que l'endettement. Ang, Chua et McConnel (1982) montrent que les coûts de faillite sont proportionnellement plus élevés pour les petites entreprises, et cela impliquerait un faible taux d'endettement des firmes de petite taille. Ce qui pourrait les dissuader de s'endetter davantage. Les grandes entreprises en raison de leur diversification, pourraient supporter plus facilement les coûts de faillite<sup>38</sup>.

Les grandes entreprises ont souvent plus de dettes, ce qui leur permet de prendre des risques financiers plus importants et d'accéder plus facilement aux marchés financiers. Elles peuvent également diversifier leurs activités pour stabiliser leurs revenus. En revanche, les jeunes petites entreprises commencent généralement avec leurs propres fonds et de l'argent

---

<sup>38</sup> HAFID BELGHITI, 2006, « les déterminants de la structure du capital » mémoire de fin d'études, Université du Québec à Montréal, P 50.

d'investisseurs privés. A mesure qu'elles grandissent, elles ont besoin de plus de fonds et doivent chercher des financements à l'extérieur.

Les firmes de tailles moyennes disposent d'un meilleur pouvoir de négociation vis-à-vis des banques<sup>39</sup>.

### **2.1.2. L'âge de l'entreprise et son influence sur le choix de financement**

Pour ce qui est de l'âge, les entreprises les plus anciennes recourent moins à l'endettement, puisqu'elles censées avoir accumulé au cours de leur existence un montant important de fonds propres grâce à l'autofinancement<sup>40</sup>.

### **2.1.3. Lien entre les opportunités de croissance et les sources de financement**

La valeur d'une entreprise et la richesse de ses propriétaires dépendent de deux éléments principaux : la valeur actuelle des bénéfices générés par les actifs actuellement en place et le potentiel de croissance future de l'entreprise. Selon Titman et Wessels (1988), on peut considérer les opportunités de croissance comme des actifs qui créent de la valeur pour l'entreprise, mais qui ne peuvent pas être utilisés comme garantie et ne sont pas toujours clairement identifiables. Cette ambiguïté peut inciter les dirigeants à prendre des décisions d'investissement qui ne sont pas optimales, voir à utiliser les ressources au détriment des créanciers en raison de la flexibilité dans le choix des investissements futurs. En théorie, il devrait y avoir une corrélation négative entre les opportunités de croissance et l'endettement.

Selon la théorie d'agence de Myers (1977) et des études empiriques ultérieures, il existe une tendance à une relation inverse entre le niveau d'endettement et les opportunités de croissance. En d'autres termes, lorsque la valeur actuelle des actifs en place, les entreprises ont tendance à maintenir un niveau d'endettement plus bas<sup>41</sup>.

---

<sup>39</sup> BELLEANTE et al « Finance des PME : quels champs pour quels enjeux », revue internationale PME, 1995 p 85.

<sup>40</sup> <http://www.eurodit.org/fr/revues/ipme/2012-v25-n2-ipme0600/1015801ar.pdf>, Page :103-106, Réalisé par : Jules Roger Feudjo et Jean-Paul Tchankam/ (Revue internationale P.M.E., vol. 25, no 2, 2012).

<sup>41</sup> HAFID BELGHITI, 2006, « les déterminants de la structure du capital » mémoire de fin d'études, Université du Québec à Montréal, P.48-49.

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<sup>42</sup>.

#### **2.1.4. Le poids de la tangibilité de l'actif**

La présence d'actifs tangibles au bilan de l'entreprise a un effet significatif sur son niveau d'endettement. En réalité, ces actifs tangibles servent des garanties importantes pour les créanciers en raison de leur valeur substantielle, ce qui simplifie l'obtention de financements bancaires. La politique d'optimisation de trésorerie (POT) génère également des conclusions similaires. En effet, plus une entreprise possède un actif tangible, moins elle sera sensible aux asymétries informationnelles et donc, plus facilement elle aura accès aux crédits bancaire<sup>43</sup>(le risque de sélection adverse et d'aléa morale étant réduit).

#### **2.1.5. L'influence du rendement réalisé**

La relation entre la rentabilité et la profitabilité dans l'influence sur la structure financière des entreprises peut être complexe, car ces deux concepts sont parfois interprétés de manière similaire. Selon théorie de l'optimisation du capital (POT), plus une entreprise est rentable, plus elle peut générer des fonds internes pour ses besoins, réduisant ainsi sa dépendance à l'égard de l'endettement. Cependant, il convient de noter que la mesure de la rentabilité économique (ROA) utilisée dans la POT peut également être interprétée comme une mesure de la

---

<sup>42</sup>KOUAO Guy Serge, « Incidence des facteurs institutionnels dans l'évolution de la structure financière des entreprises », *économica*, Paris, P.35.

<sup>43</sup>Olivier Colot, Mélanie Croquet « les déterminants de la structure financière des entreprises belges », *revue Reflets et perspectives de la vie économique*, 2007/2 Tome XL, VI, pages 178.

profitabilité de l'entreprise. En fin la relation entre la rentabilité, profitabilité et la structure financière est souvent complexe et dépend de la manière dont ces concepts sont définis et mesurés.

La TOT (Trade off Theory), contrarie celles de la POT dans la mesure où, plus une entreprise est rentable, plus elle devra s'endetter pour profiter au maximum du principe de déductibilité fiscale des charges des dettes<sup>44</sup>.

Des chercheurs ont trouvé que les entreprises fortement rentables ont tendance à moins s'endetter en termes de valeur comptable. Cette observation est soutenue par d'autres travaux de recherche. Une étude ultérieure a également examiné la théorie du Trade-Off en prenant en compte le comportement de réversion à la moyenne des bénéfices des entreprises et conclu qu'elle implique en réalité une relation négative entre la rentabilité et l'endettement. Ainsi, la question de savoir comment l'endettement des entreprises reste sujette à débat et à investigation.

#### **2.1.6. L'importance du risque en cours**

Lorsque les bénéfices d'une entreprise connaissent des variations importantes au fil du temps, on parle de volatilité des bénéfices. Cette volatilité rend l'entreprise plus susceptible de rencontrer des difficultés financières, ce qui la pousse généralement à être plus prudente dans son recours à l'endettement financier. Cette observation s'inscrit dans deux théories importantes en finance d'entreprise : la théorie du compromis et celle des préférences hiérarchisées de financement.

La théorie du compromis suggère qu'il existe un équilibre délicat entre le niveau d'endettement et le risque financier. Les entreprises cherchent à trouver un niveau optimal d'endettement qui leur permet de minimiser le coût de leur capital tout en maintenant un niveau de risque de faillite acceptable. La volatilité des bénéfices est considérée comme une source de risque supplémentaire, incitant ainsi les entreprises à être plus prudentes dans leur utilisation de la dette.

La théorie des préférences hiérarchisées de financement avance l'idée que les entreprises ont une hiérarchie de préférences en matière de financement. Autrement dit, elles privilégient

---

<sup>44</sup> <https://www.cairn.info/revue-reflets-et-perspectives-de-la-vie-economique-2007-2>, page :187, Réalisé par:OLIVIER COLOT ET MÉLANIE CROQUET, consulté le (23septembre2021).

d'abord l'autofinancement (c'est-à-dire réinvestir les bénéfices dans l'entreprise), puis l'endettement à court terme, et enfin l'endettement à long terme en dernier recours. La volatilité des bénéfices peut conduire à une méfiance accrue à l'égard de l'endettement, car les fluctuations imprévisibles des profits peuvent rendre difficile le remboursement des dettes.

Le risque économique est mesuré par les fluctuations du résultat. Ces fluctuations vont déterminer la plus ou moins grande capacité de l'entreprise à rembourser ses annuités d'emprunt et donc indirectement sa capacité limite d'endettement. Ainsi, plus les entreprises auront des résultats fluctuants et plus l'on devrait s'attendre à ce que leurs recours à l'endettement soit modéré<sup>45</sup>.

## **2.2. Le rôle des facteurs macro-économiques dans la détermination de la structure financière**

Les facteurs macroéconomiques jouent un rôle essentiel dans la détermination de la structure financière des entreprises notamment les sociétés cotées en bourse. Cette structure est influencée par des conditions économiques plus larges, telles que les taux d'intérêts, l'inflation et les crises. Ces facteurs peuvent impacter les coûts de financement, la disponibilité des capitaux, ce qui, à son tour, influence les décisions des entreprises concernant leur endettement, leur recours au marché financier et la gestion de leurs ressources financières.

### **2.2.1. Le taux d'intérêt**

Le taux d'intérêt joue un rôle essentiel dans le choix de la structure financière d'une entreprise. Lorsque les taux d'intérêts sont bas. Emprunter de l'argent peut être attrayant, incitant les entreprises à recourir à l'endettement pour financer leurs projets. Cela peut permettre de bénéficier d'une charge d'intérêt (coût de la dette) moins élevée, améliorant ainsi la rentabilité. Cependant, des taux d'intérêts élevés peuvent rendre le remboursement de la dette plus coûteux, ce qui peut pousser les entreprises à privilégier le financement par fonds propres.

### **2.2.2. L'inflation**

En période d'inflation, les coûts et les taux d'intérêts ont tendance d'augmenter, ce qui peut accroître la pression sur la trésorerie de l'entreprise, car cela rend le remboursement des dettes plus

---

<sup>45</sup> Nabil T. KHOURY et Epharim MEDINA « La structure du capital, une synthèse des orientation théoriques et empiriques de la dernière décennie », volume 61, numéro 3, septembre 1985, page 383.

coûteux pour les sociétés. Et pour faire face aux charges financières plus élevées liées à l'augmentation des prix, les entreprises choisissent d'emprunter moins ou d'emprunter à des taux d'intérêts fixes plutôt qu'aux taux variables. Elles peuvent également privilégier des financements à long terme. En gros, pendant une inflation, les entreprises ajustent leur structure financière pour réduire les risques liés aux coûts plus élevés.

### **2.2.3. L'impact des crises économiques sur le choix de la structure financière**

Les crises économiques, telles que les récessions, peuvent avoir un impact significatif sur le choix de la structure du capital des entreprises. Durant une crise, les entreprises ont toujours besoins de plus de liquidités pour faire face à des conditions économiques incertaines, ce qui peut les pousser à préférer d'avantage la dette à court terme pour répondre à des besoins immédiats. Cependant, une crise peut également rendre le marché du crédit plus restrictif, incitant les entreprises à être plus conservatrices en optant pour une structure financière plus équilibrée avec une grande proportion des capitaux propres. Enfin de compte, les décisions de structure financière pendant une crise dépendent des circonstances spécifiques de chaque entreprise et de sa capacité à gérer les risques financiers.

### **2.2.4. Les conditions de marché boursier comme facteurs externe**

La structure financière des entreprises est influencée par divers facteurs, dont les conditions du marché financier, telles que décrites dans la théorie du Market timing. Selon cette théorie, les entreprises choisissent d'émettre de nouvelles actions lorsque le marché boursier est favorable, tandis qu'elles rachètent leurs propres actions ou s'endettent lorsque le marché est moins favorable. Plusieurs recherches ont été menées pour empiriquement valider cette théorie depuis l'article fondateur de Baker et Wurgler en 2002. Des chercheurs tels que Hovakimian (2004), Huang et Ritter (2009), ont démontré l'importance des considérations liées au Market timing dans les décisions de la structure financière. Cependant, il convient de noter que certains chercheurs comme Vijay Mahajan (2008) et Hovakimian (2006) ont souligné que l'effet du Market timing du marché est généralement de courte durée<sup>46</sup>.

En conclusion la structure financière d'une entreprise représente un pilier essentiel pour sa gestion financière. Elle englobe la manière dont l'entreprise utilise ses ressources financières pour atteindre ses objectifs. L'importance de la structure financière réside dans sa capacité à

---

<sup>46</sup> BOUAYAD Brahim et ELIDRISSI Ali. 2013, « Déterminants de la structure financière et réaction du marché boursier aux décisions de financement ». P 206.

influencer la stabilité, la rentabilité et la croissance de l'entreprise. Le choix de la structure financière dépend de divers facteurs tels que la nature de l'entreprise, sa stratégie, sa taille. Ainsi que les conditions de marché, l'inflation et le taux d'intérêt comme facteurs externes. En fin de compte une structure financière bien équilibré et adaptée aux besoins de l'entreprise est essentielle pour rassurer sa pérennité et sa réussite sur le long terme.

## **Section 02 : Modalités de financement comme composante essentielle de la structure financière**

Le concept de structure financière peut avoir diverses significations. Dans son sens le plus large, lorsque nous parlons de la structure financière d'une entreprise, nous faisons référence à l'ensemble des ressources utilisées pour financer ses activités. Cela inclut les capitaux propres, les dettes à long terme, les dettes à court terme et les ressources générées par l'exploitation.

Pour prendre une décision financière judicieuse, il est essentiel de bien comprendre toutes les sources de financement possibles ainsi que leurs caractéristiques. Dans la section suivante, nous présentons les principaux modes traditionnels de financement que les gestionnaires d'entreprise adoptent pour financer de nouveaux projets et saisir de nouvelles opportunités.

### **1. Financement par fonds propres et quasi propres**

En général, le financement des entreprises algériennes repose principalement sur l'utilisation de fonds propres internes, tandis que les quasi-fonds propres ne jouent qu'un rôle mineur dans leur financement global.

#### **1.1. Financement par fond propres**

En matière de financement par fonds propres, les entreprises algériennes ont principalement recours à l'autofinancement, c'est-à-dire l'utilisation de leurs propres bénéfices et ressources internes pour financer leurs activités. En revanche, l'augmentation de capital, qui consiste à émettre de nouvelles actions pour lever des fonds supplémentaires auprès des investisseurs, est rarement utilisée par ces entreprises.

### 1.1.1. L'autofinancement

L'autofinancement est le montant des bénéfices non distribués, augmenté des charges calculées mais non décaissées par l'entreprise. Il est déterminé par la capacité d'autofinancement (CAF<sup>47</sup>) de l'entreprise.

L'autofinancement, également connu sous le nom de financement interne ou autofinancement des bénéfices, désigne la capacité d'une entreprise à financer ses besoins en investissement et ses activités de croissance en utilisant ses propres bénéfices et ressources internes. La CAF désigne l'ensemble des ressources interne générées par l'entreprise dans le cadre de son activité qui permettent d'assurer son financement

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 ». <sup>48</sup>

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 » <sup>49</sup>

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

L'autofinancement présente plusieurs avantages pour une entreprise :

Indépendance financière : L'entreprise n'a pas besoin de s'endetter ou de diluer sa propriété en émettant de nouvelles actions pour obtenir des fonds.

Moins de dettes : En évitant l'endettement, l'entreprise réduit le fardeau des remboursements d'intérêts et peut améliorer sa santé financière.

---

<sup>47</sup> CAF = Résultat net + Dotations aux amortissements et provisions

<sup>48</sup> COHEN Elie, « Analyse économique et financier », Edition Economica, Paris, 2006. P 194

<sup>49</sup> R. Gillet, « finance d'entreprise, finance de marché, diagnostic financier », édition Dalloz, 1994, P.143.

Contrôle : Les fondateurs et les actionnaires peuvent conserver un contrôle plus important sur l'entreprise, car ils ne partagent pas le pouvoir décisionnel avec de nouveaux investisseurs.

Flexibilité financière : L'offre d'autofinancement a plus de flexibilité d'investissement pour prendre des décisions à long terme sans être soumis aux pressions extérieures des créanciers.

Malgré son rôle crucial dans le financement des entreprises, l'autofinancement est largement sous-représenté dans la littérature financière. En effet, les théories de financement se concentrent principalement sur les sources de financement externes en mettant davantage l'accent sur les problèmes contractuels et informationnels qui y sont associés.

### **1.1.2. La cession des actifs immobilisés**

Les cessions d'actifs immobilisés correspondent à des opérations de désinvestissement. La plus-value résultant de ces cessions, une fois les impôts payés, peut servir de source interne de financement suite à la vente d'actifs immobilisés de l'entreprise. Ces cessions peuvent découler d'une réorientation stratégique de certaines activités ou simplement du renouvellement du parc immobilier de l'entreprise. Cependant, il est important de noter que l'utilisation excessive des cessions comme source de financement récurrente soulève des questions quant à la durabilité de l'entreprise à long terme.

Les cessions d'immobilisations peuvent intervenir dans le cadre du renouvellement normal des immobilisations, être rendues nécessaire par des besoins de capitaux, résulter d'une stratégie de recentrage ou être imposée par l'Etat<sup>50</sup>.

### **1.1.3. Augmentation du capital**

L'augmentation de capital, également connue sous le nom d'émission d'actions, désigne le processus par lequel une entreprise décide d'émettre de nouvelles actions et de les vendre à des investisseurs, dans le but de lever des fonds supplémentaires pour financer ses activités ou ses projets de croissance. Lorsque l'entreprise augmente son capital, elle

---

<sup>50</sup>JOUABERT KaoutherSnoussi et RIGOBERT Marie-joséphe, « Finance d'entreprise », Edition DUNOD, Paris, 2007, P 172.

peut proposer ces nouvelles actions aux actionnaires existants en proportion de leur participation actuelle (appelé « droit préférentiel de souscription ») ou les offrir à de nouveaux investisseurs, tels que des particuliers, des institutions financières ou d'autres entreprises. Les investisseurs qui souscrivent aux nouvelles actions fournissent des fonds frais à l'entreprise en échange d'une participation dans celle-ci, exprimée en pourcentage de propriété. Cela signifie que les nouveaux actionnaires auront droit aux bénéfices futurs de l'entreprise et pourront participer aux décisions importantes lors des assemblées générales. Elle est, en outre une opération des fonds propres du moment où celle-ci n'entraîne pas l'engagement de remboursement suivant un échéancier.<sup>51</sup>

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

#### 1.1.3.1. L'apport en numéraires

Si la société a besoin d'argent frais pour procéder à des investissements, elle fera appel à de nouveaux actionnaires pour qu'ils effectuent de nouveaux apports on parle d'augmentation de capital en numéraire. »<sup>52</sup>

L'apport en numéraire consiste à émettre de nouvelles actions en échange d'un montant d'argent remis par les actionnaires. Ces nouvelles actions peuvent être proposées avec un droit préférentiel pour les actionnaires existants, réservées à certains actionnaires spécifiques ou mises à la disposition du public. Ce type de financement dépend fortement des conditions du marché boursier et est souvent privilégié lorsque les cours des actions sont à la hausse, reflétant ainsi un optimisme des investisseurs. Il permet aux entreprises d'augmenter leur actif en débitant le compte de trésorerie (banque) et leur passif en créditant le compte de capital, éventuellement accompagné d'une prime d'émission.

#### 1.1.3.2. L'apport au nature

En ce qui concerne l'apport en nature, il s'agit d'une augmentation du capital social qui se produit généralement lors d'opérations de fusions-acquisitions. Un contrat d'apport est établi pour définir les biens (actifs) qui seront apportés, leur évaluation et le nombre

---

<sup>51</sup>Conso P, Hamici F, « Gestion financière de l'entreprise » Edition Dunod, 10eme édition, paris, P.24

<sup>52</sup> LUC Bernet- Rolland, « Principes de technique bancaire », Edition DUNOD (22ème), Paris, 2002, P 254.

d'actions nouvelles à émettre en rémunération de cet apport. Cette forme de financement est souvent utilisée par des groupes impliqués dans des stratégies de prises de participation croisées.

Ce mode d'augmentation du capital concerne les biens multiples, en effet, l'apport en nature peut être constitué de tous biens mais il n'est soumis à aucune condition préalable particulière. Ainsi il n'y a pas d'obligation de libération préalable du capital social, en revanche, des précautions doivent être prises pour protéger les anciens actionnaires dont les intérêts pourraient être lésés par l'apport d'un bien surévalué<sup>53</sup>.

#### 1.1.3.3. La conversion de créances

La conversion de créances en actions implique la transformation de dettes en actions. Cela signifie que les créanciers acceptent de convertir les montants qu'ils ont prêtés à l'entreprise en actions de celle-ci. Cela peut être un moyen pour l'entreprise d'alléger sa dette et de renflouer ses fonds propres.

#### 1.1.3.4. L'incorporation de réserves

Enfin, l'incorporation de réserves consiste à utiliser les bénéfices procurés ou les réserves de l'entreprise pour augmenter le capital social. Cela peut être réalisé financièrement en contrepartie de nouvelles actions aux actionnaires en de ces réserves, ce qui renforce la structure de l'entreprise sans bénéficier des sources externes de financement. Par cette augmentation, l'entreprise procède à une distribution d'actions gratuites aux associés, au quotte part de leur participation au capital de l'entreprise <sup>54</sup>

En général, on peut dire qu'une société peut augmenter son capital sans faire appel aux actionnaires, elle le fera par incorporation des réserves, on parle dans ce cas d'augmentation du capital à titre gratuit cette opération n'apporte pas évidemment de capitaux frais à la société. <sup>55</sup>

---

<sup>53</sup> COURET Alain et MEDUS Jean-Louis, « Les augmentations de capital », Edition Economica, Paris, 1994, P 87.

<sup>54</sup> LEASSEURM et QUITANTA « Finance économie », édition Pearson, Paris 1990, P.41.

<sup>55</sup> LUC Bernet- Rolland, « Principes de technique bancaire », Edition DUNOD (22émeu), Paris, 2002, P 254.

#### **1.1.4. Les cessions-bails**

Également désignée sous le terme de "cession-location", cette opération implique qu'une entreprise transfère des biens immobiliers tels qu'une usine ou son siège social, ainsi que des biens d'équipement tels que du matériel, à une société de crédit-bail. Par la suite, l'entreprise locataire récupère ces biens en les louant. Cette démarche permet à l'entreprise cédante d'obtenir des fonds pour soutenir des projets d'investissement. Cependant, elle implique aussi un engagement envers l'acquéreur en ce qui concerne la durée de la location et les paiements de loyer.

Ces différentes formes de financement permettent aux entreprises d'augmenter leur capacité financière et de mettre en œuvre diverses stratégies de développement et d'investissement. Chaque option présente ses avantages et ses inconvénients, et le choix dépendra des objectifs spécifiques et des conditions du marché correspondant fait face à l'entreprise.

### **1.2. Financement par quasi fonds propres**

Les quasi-fonds propres, également connus sous le nom de fonds hybrides, représentent des sources de financement qui n'ont pas la même nature comptable comme des fonds propres, mais qui en présentent certaines caractéristiques. On distingue 4 formes :

#### **1.2.1. Les titres participatifs**

Il s'agit de créances émises exclusivement pour les entreprises du secteur public et les sociétés coopératives. Leur rendement dépend du niveau d'activité, et en cas de liquidation, elles sont remboursées en dernière priorité.<sup>56</sup>

---

<sup>56</sup> R. Belaid, N. Ourrad: «Effet de coût du capital sur la structure Financière de l'entreprise» Cas de l'entreprise SAIDAL » », mémoire de master, l'université Mouloud Mammeri De Tizi-Ouzou, 2020, page 21

### **1.2.2. Les prêts participatifs**

Ce sont des créances émises par les établissements de crédit en faveur des entreprises, dont la rémunération est basée sur une part des bénéfices. En cas de liquidation, leur remboursement intervient en dernière position de priorité.<sup>57</sup>

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

Il s'agit de subventions octroyées par les organismes publics pour soutenir des activités d'intérêt général. Ces subventions sont considérées comme des ressources internes, car elles ne nécessitent pas de remboursement. Elles demeurent une source de financement rare, et il est essentiel pour l'entreprise de comprendre les critères d'attribution de ces subventions et de rechercher activement l'opportunité d'en bénéficier.<sup>58</sup>

### **1.2.4. Les comptes courants bloqués d'associés :**

Ils sont conçus pour accueillir les montants que les associés mettent à disposition de la société de manière temporaire. Ils sont donc destinés à être retirés à plus ou moins long terme. En raison de cette caractéristique, ils sont considérés comme une forme de quasi-fonds propres et sont répertoriés parmi les passifs du bilan. Ces comptes courants ne peuvent être détenus que par les associés de la société.<sup>59</sup>

## **2. Financement par endettement**

Le financement par endettement est une stratégie utilisée par les entreprises pour obtenir des fonds en contractant des dettes auprès de diverses sources, telles que des institutions financières, des investisseurs institutionnels ou le marché financier. Contrairement au financement par capitaux propres, où l'entreprise émet des actions pour obtenir des fonds des actionnaires, le financement par endettement implique l'émission d'obligations, de prêts ou d'autres formes de dettes.

Dans le financement par endettement, l'entreprise s'engage à rembourser le montant emprunté, généralement assorti d'un intérêt, sur une période déterminée. Les dettes contractées

---

<sup>57</sup> About M : « Le prêt participatif : ce qu'il faut savoir », article publié le 26/02/2014 sur tout savoir sur la Création d'entreprise.

<sup>58</sup> L. Fekkak : « chapitre II : modalités du choix de financement », cours de Gestion financière/ S5, page 18

<sup>59</sup> Pierre Facon : « le compte courant d'associé », article publié le 10/10/2016 sur le coin des entrepreneurs

peuvent être sécurisées par des actifs de l'entreprise (dettes garanties) ou non garanties (dettes non garanties). L'objectif de cette approche est d'obtenir des liquidités pour financer des projets d'expansion, des acquisitions, des investissements en capital ou d'autres besoins opérationnels.

L'endettement peut prendre la forme d'emprunts bancaire, en faisant appel aux établissements de crédit. Alternativement, il peut également revêtir la forme d'emprunts obligataires, réalisés en émettant des titres obligataires sur le marché financier :

## **2.1. Emprunt bancaire**

En complément de leurs ressources internes, les petites et moyennes entreprises ont la possibilité de sécuriser des financements en s'adressant aux banques. Néanmoins, l'accès à l'emprunt bancaire est lié à leur aptitude à rembourser, à gérer leur niveau d'endettement ainsi qu'au niveau de risque perçu par le prêteur.

De nos jours, les institutions bancaires offrent une diversité d'options d'emprunts qui se distinguent par leurs durées, modalités de remboursement, taux d'intérêt, garanties et conditions associées au remboursement. Par conséquent, deux principales catégories de crédits bancaires se démarquent généralement.

### **2.1.1. Le crédit à court terme**

Le crédit à moyen terme répond au besoin de financer divers types d'investissements. Il englobe une période qui s'étend généralement de 2 à 7 ans. En parallèle, le crédit à long terme, couvrant une période allant de 7 à 20 ans, est spécialement conçu pour soutenir les investissements de nature plus durables et étendus dans le temps.

### **2.1.2. Les crédits à moyen terme**

Toutes les institutions financières telles que les banques et les établissements de crédit proposent des prêts à moyen terme qui sont accordés par le biais d'émissions de billets trimestriels. Les conditions de ces prêts varient en fonction de la demande de l'entité empruntée, de la durée du prêt et des caractéristiques propres à l'entreprise concernée. Le coût global de ces prêts dépend d'un ensemble de facteurs, notamment du taux de base de la banque, qui est activé par les ressources de la banque ou le taux du marché monétaire. Il est également intégré par une marge fixe associée aux paramètres précédents, ainsi que par diverses commissions,

notamment la commission d'engagement, laquelle est calculée en fonction du montant total du crédit.

On peut distinguer deux types d'emprunts à moyen terme<sup>60</sup> :

- Les emprunts à moyen terme non mobilisables : Ces types de prêts sont obtenus auprès de banques ou d'établissements spécialisés, avec une durée maximale généralement limitée à sept ans (représentant environ 70 % des prêts à moyen terme accordés aux entreprises). Ils se distinguent par leur non-mobilisabilité, c'est-à-dire que l'entité qui prête ne peut pas obtenir un refinancement directement auprès de la banque centrale. L'avantage principal réside dans la flexibilité offerte en termes d'utilisation des fonds obtenus.

- Les emprunts à moyen terme mobilisables sont conçus pour permettre aux entreprises de se refinancer auprès de certaines institutions financières spécialisées, telles que le crédit d'équipement des petites et moyennes entreprises (CEPME), entre autres. La période de remboursement typique de ces prêts est généralement de cinq ans. L'avantage majeur pour les entreprises réside dans le coût inférieur de ces emprunts par rapport aux crédits conventionnels. Cette situation est possible en raison du faible risque assumé par la banque, en raison des opportunités de réescompte offertes.

En résumé, les emprunts à moyen terme mobilisables sont conçus pour aider les entreprises à obtenir des fonds en se tournant vers des établissements financiers spécialisés, comme le CEPME. Leur durée de remboursement est généralement de cinq ans, et leur principal avantage réside dans leur coût plus bas par rapport aux prêts traditionnels, grâce aux possibilités de réescompte qui indiquent le risque supporté par la banque.

### **2.1.3. Le crédit à long terme**

Le crédit à long terme signifie qu'une personne ou une entreprise peut emprunter l'argent pendant une période allant de 8 à 20 ans. Cet argent est principalement utilisé pour financer des choses importantes comme la construction de bâtiments ou d'infrastructures. Les banques sont souvent plus disposées que d'autres types de prêteurs à offrir ce genre de crédit, car il est remboursé sur une longue période.

Pour comprendre un peu plus, imaginez que tu veux construire un grand bâtiment, mais tu n'as pas assez d'argent tout de suite. Alors tu demandes un crédit à la banque. La banque te

---

<sup>60</sup> PIGET Patrick, « gestion financière de l'entreprise », édition economica, Paris, 1998, P.496

donne l'argent nécessaire, et en échange, tu promets de le rembourser petit à petit sur une longue période, peut-être entre 8 et 20 ans.

Les banques ont une astuce. Elles obtiennent de l'argent court terme, c'est-à-dire qu'elles peuvent le récupérer assez rapidement. Mais elles utilisent cet argent pour prêter à des gens ou des entreprises sur une longue période, comme pour ton crédit à long terme. Elles espèrent que de nouvelles personnes déposeront de l'argent chez elles, même pour une courte période, de sorte qu'elles auront de quoi rembourser les crédits à long terme qu'elles ont accordés.

Lorsque tu rembourses un crédit à long terme, il peut y avoir deux façons principales de faire. Sois-tu rembourses un montant fixe régulièrement, comme tous les mois, soit tu commences par rembourser moins et le montant augmente progressivement avec le temps.

## **2.2. Les emprunts obligataires**

Les emprunts obligataires sont des formes spécifiques émises de prêts à long terme où une entreprise des titres négociables qui représentent sa dette. Ces titres sont offerts au public via le marché financier, avec l'assistance des banques intermédiaires. Les titres émis sont appelés « obligations » et peuvent être achetés par différents prêteurs, appelés « obligataires ». Les emprunts obligataires sont des opérations financières majeures, car elles impliquent un large public. C'est pourquoi le conformément à des règles strictes pour régir ces types particuliers de contrats.

Les emprunts obligataires sont émis par les sociétés de capitaux, les entités du secteur public ou l'Etat, d'un montant généralement élevé. Ils sont divisés en fractions égales appelées obligations et proposés au public par l'intermédiaire du Système bancaire. Ils peuvent être remboursés par annuités constantes ou par amortissements constants ». <sup>61</sup>

L'idée fondamentale derrière l'emprunt obligataire est de diviser le montant emprunté en plusieurs obligations. Ces obligations sont généralement négociées sur le marché boursier et leur remboursement est prévu selon des modalités fixées à l'avance. L'émission d'un emprunt obligataire par une entreprise n'affecte pas son indépendance financière, et cela peut même être préférable à une augmentation du capital, car cela peut avoir un impact positif sur la structure

---

<sup>61</sup> JOUABERT KaoutherSnoussi et RIGOBERT Marie-joséphe, op. Cit, P 172.

de la société. Il existe de nombreuses caractéristiques de ces emprunts. Les plus classiques sont<sup>62</sup> :

- Les obligations à taux fixe : Ce sont des obligations classiques. Elles considèrent le paiement d'un revenu constant (appelé intérêt fixe) tout au long de la durée du prêt, ainsi que le remboursement du montant emprunté à l'échéance.
- Les obligations à taux variable et révisables : Ces obligations fonctionnent un peu différemment. Elles rendent des paiements (coupons appelés) qui changent en fonction d'un autre taux d'intérêt. Dans ce cas, l'émetteur et le souscripteur font un pari inversé sur les variations des taux d'intérêt. Si les taux montent, c'est le souscripteur qui gagne et l'émetteur qui perd. Si les taux baissent, les rôles s'inversent.
- Les obligations zéro-coupon ou à coupon zéro : Ce sont des obligations qui ne paient qu'une seule somme à leur échéance. Cette somme est constituée à la fois des intérêts et du remboursement du montant emprunté. La particularité de l'obligation zéro-coupon réside dans le fait qu'elle ne verse pas de paiements intermédiaires (appelés coupons). L'investisseur gagne de l'argent grâce à la différence entre le prix d'achat de l'obligation et son prix de remboursement. Les obligations zéro-coupon sont généralement vendues à un taux d'intérêt plus élevé que les prêts ordinaires ayant des caractéristiques similaires, en raison de l'absence de paiements intermédiaires.
- Les obligations indexées : Ce type d'obligation réside dans les paiements des coupons et la valeur de remboursement à l'évolution d'un indice de prix, et non pas au taux d'intérêt. Cet indice peut être lié au prix des matières premières (comme le pétrole ou l'or), à l'inflation (mesurée par les indices des prix à la consommation) ou même aux performances financières d'une entreprise. Ces obligations visent à protéger les souscripteurs contre la dépréciation du capital en ajustant les paiements en fonction d'une référence. Les caisses de retraite, qui sont concernées par l'inflation, montrent souvent un grand intérêt pour ce type d'obligation.
- Les obligations convertibles en actions : Ces obligations présentent des caractéristiques à la fois d'obligations et d'actions. Elles peuvent être transformées en actions de la société émettrice selon des conditions précisées dans le contrat d'émission, comme une parité définie et des délais fixés.

---

<sup>62</sup> DEGOS Jean Guy et GRIFFITHS Stéphanie, « gestion financière de l'analyse à la stratégie », 7ième édition, Erolles, 2011, P.254

- Les titres hybrides : Ces titres combinent une garantie minimale de revenu similaire à celle des obligations, souvent à taux fixe, avec la possibilité de bénéficier de l'augmentation du prix de l'action de la société. Si la conversion en actions devient avantageuse, lorsque le prix de l'action dépasse la valeur nominale de l'obligation, cette obligation hybride tend à se comporter en bourse comme l'action correspondante. À l'inverse, si le prix de l'action est bas et que la conversion n'est pas rentable, cette obligation agit de manière similaire aux autres obligations.

### **3. Financement par ouverture du capital**

L'ouverture du capital implique l'arrivée de nouveaux actionnaires dans l'entreprise. En grande partie, cette méthode de financement peut se réaliser soit par le biais du capital-risque, soit par le processus d'introduction en bourse.

#### **3.1. Financement par capital risque**

Le capital-risque constitue une composante du capital investissement, impliquant des investissements dans des entreprises en début de vie ou très jeunes avec un potentiel de croissance important. Qui englobe également d'autres formes comme le capital-développement, le capital-transmission et le capital-retournement. Cette approche de financement est largement utilisée en Occident et est bien connue aux États-Unis sous le nom de « Venture Capital ».

Selon Chatti et ses collaborateurs (2010), le capital-risque implique d'investir temporairement et avec une participation minoritaire dans le capital d'entreprises nouvelles ou très jeunes. Ces entreprises ne sont pas encore cotées en bourse, mais elles ont un potentiel de croissance élevé. Cette injection de fonds se produit au cours de leurs premières années d'existence. Cela se traduit essentiellement par une collaboration à long terme, généralement de 5 à 10 ans, entre un entrepreneur créatif et un investisseur financier. Les deux parties diffèrent tous les risques liés au projet, ainsi que les bénéfices et les pertes. Cela représente une forme d'intermédiation financière dans un but d'investissement. Selon le stade de développement du projet à financer, le capital-risque peut être divisé en trois phases distinctes :

- L'amorçage : Cette phase intervient au tout début de la vie d'une entreprise, lorsque l'idée est encore en phase de concept. Les investisseurs en capital-risque fournissent des

fonds pour aider à développer et à concrétiser cette idée en un projet concret. Cela peut inclure la recherche, la validation du concept et la création d'un prototype.

- Le démarrage (ou la création) : À ce stade, l'entreprise a déjà élaboré un produit ou un service initial et cherche à développer son modèle commercial. Les investisseurs en capital-risque interviennent pour financer cette phase de croissance, qui peuvent inclure le lancement sur le marché, l'acquisition des premiers clients et l'expansion de l'activité.
- La phase post-crédation (ou post-démarrage) : Une fois que l'entreprise a réussi à assurer sa présence sur le marché et à atteindre certains jalons de développement, elle peut entrer dans cette phase. Les investisseurs en capital-risque interviennent pour soutenir l'expansion continue de l'entreprise, l'aider à se développer sur les nouveaux marchés, à renforcer sa base de clients et à améliorer ses opérations.

Le développement croissant du capital-risque est alimenté par la réticence des banques traditionnelles, surtout lorsqu'il s'agit de financer des projets à risque élevé. Cela est particulièrement vrai pour les jeunes entrepreneurs et les petites et moyennes entreprises (PME). Ce modèle de financement ne se limite pas à l'apport de fonds : il comporte également un volet d'expertise, de réputation et d'accompagnement en faveur de l'investisseur.

### **3.2. Financement via le marché boursier**

Pour les entreprises, le recours au marché boursier représente une alternative aux emprunts bancaires classiques. Il offre la possibilité de mobiliser des montants plus importants de capitaux et de variabiliser les sources de financement en rassemblant un grand nombre d'investisseurs.

Pour les investisseurs, la bourse constitue un moyen de soutenir des entreprises tout en conservant la possibilité de vendre leurs titres et récupérer leurs fonds à tout moment. En d'autres termes, les actions sont considérées comme des actifs liquides.

La Bourse fonctionne comme un marché où se rencontrent deux types d'acteurs : d'une part, les entreprises qui ont besoin de financement, et de l'autre, les investisseurs qui ont les moyens de fournir ces financements. Parmi les investisseurs, on trouve des individus qui épargnent, des institutions financières comme les banques, et des sociétés d'investissement, entre autres.

Les instruments financiers échangés sur le marché boursier sont principalement les actions, qui représentent des parts de propriété dans les entreprises cotées. Lorsqu'un

investisseur a confiance dans la capacité d'une entreprise à réaliser des bénéfices, il achète des actions de cette entreprise dans l'espoir de recevoir des dividendes. Ces dividendes sont des paiements périodiques aux actionnaires, dont le montant dépend des bénéfices générés par l'entreprise.

On distingue 2 marchés<sup>63</sup> :

- Le marché où les titres sont proposés pour la première fois : on parle du marché primaire. Ces titres sont vendus à un certain prix de vente : le prix d'émission.

- Et le marché où les titres s'échangent ensuite entre les investisseurs : on parle du marché secondaire. Le prix de ces titres dépend alors de la confrontation entre l'offre et la demande. Il s'agit de la bourse au sens strict.

---

<sup>63</sup> La bourse et le financement des entreprises' DESSINEMOILECO.COM

## **Section 03 : Lien entre décisions de financement et la valeur de l'entreprise**

L'objectif principal de toute entreprise est d'engendrer de la valeur, ce qui en fait un sujet déterminant et captivant dans le domaine économique d'aujourd'hui. La question de la valeur, de sa genèse et de son évaluation a toujours produit des débats et des réflexions animées, témoignant ainsi de son importance cruciale.

### **1. Effets de financement par fonds propres sur la valeur de l'entreprise**

Pour mener à bien ses activités, l'entreprise requiert des ressources financières pour soutenir ses investissements. Ces ressources englobent les capitaux apportés par les associés au moment de la fondation de la société et lors d'éventuelles augmentations de capital. De plus, elles incluent les revenus générés par les opérations de l'entreprise. Ces ressources sont essentielles pour garantir le financement à la fois des investissements nécessaires et des opérations courantes.

L'entreprise ne bénéficie pas de ressources gratuites. Par conséquent, elle doit mettre en place une stratégie de financement qui lui permet de créer de la valeur tout en couvrant le coût des fonds mobilisés. Ces fonds ont la capacité d'influencer tant positivement que négativement la valeur de l'entreprise.

#### **1.1. Effets sur la valeur intrinsèque**

##### **1.1.1. Définition de la valeur de l'entreprise**

La valeur est un concept très utilisé 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 disciplinaires sans lecture fédératrice approfondie.<sup>64</sup>

---

<sup>64</sup> C. Hoarau, R. Teller, « création de valeur et management de l'entreprise », édition Vuibert, Paris, 2001, P.08.

### **1.1.2. Définition de la valeur intrinsèque**

La valeur intrinsèque désigne la valeur réelle et fondamentale d'un actif, d'une entreprise ou d'une action. Elle est en prenant en compte les caractéristiques économiques, financières et opérationnelles de l'entité, ainsi que les flux de trésorerie futurs qu'elle est susceptible de générer. En d'autres termes, la valeur intrinsèque représente ce que quelque chose vaut en fonction de ses éléments essentiels et de ses perspectives de gains à venir, indépendamment de son prix actuel sur le marché.

La valeur intrinsèque d'un actif se définit comme la variable entre la valeur totale de ses biens et la somme de ses dettes. Les indicateurs de valeur intrinsèque sont spécifiquement liés à la manière dont l'entreprise est gérée en interne et sont parfois désignés sous le terme d'indicateurs de gestion.

### **1.1.3. Les indicateurs de mesure de EVA**

Nous cherchons à examiner ces indicateurs les plus couramment utilisés pour évaluer la création de la valeur et parmi ces indicateurs, nous nous intéressons particulièrement à EVA (ECONOMIC VALUE ADDED).

#### 1.1.3.1. Définition et mesure de l'EVA

- Définition

L'idée centrale derrière l'Economic Value Added (EVA) est que pour qu'une entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires, il faut que la rentabilité des capitaux investis dépasse le coût des différentes sources de financement qu'elle utilise, qu'elle utilise. Il s'agisse de dettes ou de fonds propres. Cette notion est étayée par le fait que ces sources de financement ne sont pas gratuites, car les actionnaires attendent une rémunération en compensation du risque qu'ils prennent.

L'EVA se définit donc comme étant la différence entre le résultat opérationnel de l'entreprise après l'impôt et la rémunération du capital utilisé pour son activité<sup>65</sup>

---

<sup>65</sup> BOGLIOLO F., « Des stratégies créatrices de valeur », les cahiers entreprise et finances, 1998, P.39.

En termes simples, l'EVA se définit comme la différence entre le résultat opérationnel de l'entreprise après impôt et la rémunération due au capital investi dans son activité. Cette mesure a été présentée par des chercheurs tels que Bogliolo (1997, a) et Young (1998).

L'EVA met en évidence qu'une entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires lorsque ses bénéfices excèdent les coûts associés à ses sources de financement, en reconnaissant que le capital investi n'est pas gratuit en raison de l'exigence de rémunération pour le risque encouragé par les actionnaires.

L'Economic Value Added (EVA) peut être interprétée de la manière suivante :

Une EVA positive indique que l'entreprise a généré de la valeur pour ses actionnaires. En d'autres termes, la rentabilité de l'entreprise est plus élevée que ce que les actionnaires attendent comme rémunération pour les capitaux qu'ils ont investis pour soutenir l'activité économique de l'entreprise.

Une EVA nulle signifie qu'il y a équilibre, ce qui sous-entend que l'entreprise ne crée ni ne détruit de valeur pour ses actionnaires. Les bénéfices réalisés couvrent exactement les coûts de financement et la rémunération attendue par les actionnaires.

En revanche, une EVA négative indique qu'il y a eu une destruction de valeur. Cela signifie que l'entreprise n'a pas réussi à générer suffisamment de bénéfices pour couvrir les coûts de financement et répondre aux attentes des actionnaires en matière de rémunération.

L'idée de réalisation centrale de l'EVA est que la simple d'un résultat net positif ou l'atteinte d'un certain niveau de bénéfice par action ne suffit pas. Pour que l'entreprise soit considérée comme créatrice de valeur, elle doit dégager des profits qui dépassent à la fois le coût de la dette et le coût d'opportunité du capital investi. Cette perspective souligne l'importance de générer des bénéfices significatifs pour les actionnaires, au-delà des simples bénéfices comptables, afin de véritablement créer de la valeur pour eux.

- Mesure de l'EVA :

Pour calculer le profit économique, il est d'abord essentiel d'évaluer le taux de rendement des actifs (ROA)<sup>66</sup> généré au-delà du coût moyen pondéré du capital. Ensuite, cet excédent est

---

<sup>66</sup> La rentabilité économique représente le rendement de l'ensemble ou d'une fraction des actifs inscrits au bilan en comparant le bénéfice net à l'actif investi.  $ROA = \text{Résultat net} / \text{actifs}$

multiplié par la valeur comptable de l'actif au début de la période afin de déterminer la création de valeur au cours de cette période

L'EVA peut s'écrire comme suit (Stewart, 1990):

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

= NOPAT – Rémunération du capital

= NOPAT – (coût du capital x Capitaux investis)

Avec : RCI : taux de rentabilité des capitaux investis

CMPC : Coût moyen pondéré du capital

CI : capitaux investis ou l'actif économique

L'Economic Value Added (EVA) se calcule en prenant le produit des capitaux investis par la différence entre leur taux de rentabilité et leur coût moyen pondéré du capital (CMPC). En d'autres termes, il représente la différence entre le bénéfice d'exploitation net d'impôt ajusté (NOPAT) et la rémunération due aux capitaux investis dans l'entreprise.

Bien que la formule de l'EVA puisse paraître simple à comprendre et à appliquer, il est important de noter que pour obtenir une image précise de la valeur, il est nécessaire de prendre en compte des facteurs et des ajustements spécifiques à chaque entreprise. Des tels chercheurs que Shaked, Michel et Leroy (1998), Bogliolo (1997, b) et Young (1998) ont souligné cette complexité. En utilisant ces ajustements, on peut obtenir une estimation de la trésorerie disponible après impôts de l'entreprise, qui peut être réinvestie en interne ou distribuée aux actionnaires. Cela permet de mieux évaluer la véritable création de valeur par l'entreprise en tenant compte de ses caractéristiques et de sa situation financière.

### 1.1.3.2. Le financement par fond propres et Eva

En ce qui concerne l'autofinancement, nous avons sélectionné les mesures suivantes :<sup>67</sup>

<sup>67</sup> Inès Zekri. L'IMPACT DE LA DÉCISION DE FINANCEMENT SUR LA PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE MESURÉE PAR LA VALEUR ÉCONOMIQUE AJOUTÉE (EVA). Comptabilité Et Connaissances May 2005, France.fhshs-00581297ff. Page 11.

La première mesure consiste à examiner le rapport entre le bénéfice d'exploitation net d'impôt ajusté (NOPAT) et les capitaux investis (CI). Cette mesure vise à optimiser la rentabilité des capitaux investis, car une entreprise plus rentable est plus encline à financer ses investissements par autofinancement.

La deuxième mesure permet d'analyser la capacité d'autofinancement de l'entreprise en mettant en évidence la part du NOPAT dans cette capacité. Elle quantifie la proportion du bénéfice opérationnel net disponible pour l'autofinancement.

La troisième mesure (CI/RR) concerne l'importance de l'autofinancement pour l'expansion de l'entreprise en comparant les réserves pour réinvestissement (RR), exonérées d'impôts, aux capitaux investis. Cela permet de déterminer dans quelle mesure l'autofinancement contribue au financement de la croissance de l'entreprise.

En ce qui concerne le financement par augmentation du capital, nous utilisons une mesure qui calcule le rapport entre l'augmentation du capital résultant des émissions de nouvelles actions et des capitaux investis (CI/VAR K). Cette mesure nous aide à évaluer l'impact de l'augmentation du capital sur la création de valeur de l'entreprise, ainsi que sur la dilution potentielle des actionnaires existants.

### 1.1.3.3. Financement par dettes financières (DF) et EVA

Une entreprise qui opte pour le financement de ses projets d'investissement par le biais de l'endettement bénéficie d'un avantage fiscal notable, à savoir la possibilité de déduire les intérêts liés à l'emprunt de son bénéfice imposable, ce qui s'applique à l'impôt sur les sociétés. Dans cette optique, Bogliolo (1997, a) a développé une deuxième version du coût moyen pondéré du capital (CMPC) vu du côté de l'actif, afin de prendre en considération la déductibilité des intérêts liés à la dette financière, comme suit :  $CMPC = CAE * (1 - T * DF/AE)$ .

Avec CAE le coût de l'actif économique :  $CAE = TSR + (BRI * PRM)$

Cette formule nous permet d'évaluer l'effet de l'endettement sur le coût du capital et, par extension, sur l'EVA. Selon cette formulation, Bogliolo (1997, a) conclut que, avec un actif économique équivalent, une entreprise connaîtra une réduction de son coût du capital sur mesure qu'elle recourra davantage à l'endettement, grâce à la déduction des intérêts de son bénéfice. Imposable. Cette réduction du coût du capital entraînera une augmentation de la valeur économique ajoutée (EVA) de l'entreprise. Par conséquent, la possibilité de déduire les

intérêts liés à l'endettement du résultat opérationnel de l'entreprise a un impact sur la décision de financement et, par conséquent, sur la création de valeur.

## 1.2. Valeur boursière

La valeur d'une entreprise cotée est déterminée par des indicateurs autres que ceux énumérés précédemment. Nous cherchons à examiner ces indicateurs les plus couramment utilisés pour évaluer la création de la valeur et parmi ces indicateurs nous nous intéressons particulièrement à MVA

### 1.2.1. Définition de MVA

La valeur d'une entreprise cotée est déterminée par des indicateurs autres que ceux énumérés précédemment.

La MVA est un indicateur qui offre des informations sur la valorisation, par le marché boursier, des ressources fournies par les actionnaires et les déficits par rapport à leur valeur inscrite au bilan.

L'indice de Market Value Added (MVA) est devenu un standard de mesure de la qualité de la gestion d'une entreprise en tant que mesure de performance externe ou de valeur boursière. La MVA mesure la différence entre la valeur de marché de l'entreprise (c'est-à-dire sa capitalisation boursière) et la valeur comptable des capitaux investis. Autrement dit, elle compare la valeur boursière des capitaux investis à leur valeur comptable selon la formule suivante :

$$MVA = VM - VCI$$

Où :

VM représente la valeur de marché des capitaux investis.

VCI représente la valeur comptable des capitaux investis.

Si la valeur boursière des capitaux investis est supérieure à leur valeur comptable, cela signifie que l'entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires, et le marché est optimiste quant à sa capacité à générer une rentabilité supérieure au coût des capitaux investis.

En revanche, si la valeur boursière des capitaux investis est inférieure à leur valeur comptable, cela indique que le marché est pessimiste, ce qui traduit un manque de confiance dans la gestion de l'entreprise. Le marché anticipe alors que l'entreprise ne sera pas en mesure de générer suffisamment de rentabilité pour couvrir le coût des capitaux investis.

### 1.2.2. 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 ;

Avant d'explorer les effets de l'endettement sur la valeur de l'entreprise, commençons par définir la notion d'effet de levier.

## 2. Effets de financement par endettement sur la valeur de l'entreprise

### 2.1. Effet de levier d'endettement

Afin d'augmenter la rentabilité de ses capitaux propres, une entreprise peut opter pour le financement par l'emprunt bancaire. L'entreprise peut utiliser l'effet de levier pour évaluer comment l'endettement impacte la rentabilité de ses capitaux propres. En d'autres termes, 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<sup>68</sup>

Désigne L'incidence favorable que peut exercer le recours à l'endettement sur la Rentabilité financière de l'entreprise.<sup>69</sup>

Selon COULON.Y « L'effet de levier financier est un mécanisme qui permet d'amplifier la rentabilité des capitaux propres, le bras de levier est L'endettement, les capitaux des créanciers contribuent, après rémunération, à générer du résultat au profit des actionnaires.<sup>70</sup>

<sup>68</sup> VERNIMMEN Pierre, Op. CIT, P.292

<sup>69</sup> BRUSLERIE.H, Op-cit, P 216

<sup>70</sup> COULON.Y, Op-cit, P96.

Le recours à l'endettement n'est pas envisagé sous un angle Stratégique mais comme un moyen de financement traditionnel dont L'objectif est de pallier les besoins de financement pour assurer la Continuité de l'activité de l'entreprise.<sup>71</sup>

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

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

## 2.2. Interprétation

- Lorsque le Rendement des Actifs (ROA) dépasse le Coût de la dette (T), cela se traduit par un effet de levier positif pour l'entreprise, ce qui signifie que plus elle s'endette, plus elle génère de rentabilité financière.

- Si le ROA est inférieur au Coût de la dette, cela se traduit par un effet de levier négatif, ou ce que l'on appelle communément un "effet de massue". Dans cette situation, plus l'entreprise s'endette, moins elle parvient à générer une rentabilité financière satisfaisante.

- Si le ROA est égal au Coût de la dette, cela signifie que l'entreprise ne présente ni effet de levier ni effet de massue. Dans ce cas, la rentabilité est indépendante de sa structure financière, ce qui implique que les décisions de financement n'ont pas d'impact sur la rentabilité financière globale de l'entreprise.

## 2.3. Les effets positifs de l'endettement sur la valeur

Dans le deuxième article publié en 1963, Modigliani et Miller ont réexaminé leur théorie en intégrant l'impact de l'impôt sur les sociétés, ce qui les a conduits à une conclusion différente concernant l'effet de la structure financière sur la valeur de l'entreprise. En effet, ils ont montré que l'endettement pouvait conférer un avantage fiscal grâce à la possibilité de déduire les charges financières, ce qui réduit le montant des bénéfices imposables de l'entreprise.

- L'endettement devient nécessaire pour l'entreprise lorsque ses ressources internes ne sont pas suffisantes pour financer ses opérations conformément à sa politique de financement établie. En d'autres termes, à mesure que l'endettement augmente, les actionnaires exigent une rentabilité plus élevée. Cette pression accumulée pousse les

---

<sup>71</sup>Assousnassima "L'endettement est-il un moyen d'ajustement entre les Besoins et les ressources ou un levier créateur de valeur ? ».

dirigeants à se concentrer davantage sur la maximisation de la valeur globale de l'entreprise.

- L'endettement peut servir d'incitation à la performance dans une entreprise<sup>72</sup> Plus une entreprise à un niveau élevé d'endettement, plus le risque de faillite augmente. Cependant, pour les dirigeants de l'entreprise, la faillite représente généralement une perte de leur emploi, de leurs revenus et de leurs avantages. Par conséquent, les dirigeants sont motivés à maximiser les profits et la valeur de l'entreprise.

Dans ce cas, une entreprise choisir peut de s'endetter même si elle n'a pas un besoin immédiat de financement, simplement pour tirer parti des avantages que cela offre et, par la suite, pour augmenter sa valeur.

#### **2.4. Les effets négatifs de l'endettement sur la valeur de l'entreprise**

Comme mentionné dans le chapitre précédent, en raison de la difficulté pour les investisseurs d'évaluer la qualité de la gestion des entreprises en raison d'une asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires, les investisseurs recherchent constamment des signaux qui pourraient indiquer une rentabilité plus élevée ou un risque réduit. Dans ce contexte, l'augmentation de l'endettement peut servir de signal positif quant à la qualité de l'entreprise et de ses décisions d'investissement.

Cependant, ce signal peut également être interprété par les concurrents de l'entreprise et les acteurs du marché financier. Ils peuvent ainsi obtenir des informations sur la situation financière de l'entreprise, sa stratégie de croissance potentielle, et comment elle prévoit de faire face à ces défis. Dans certaines situations, le signal émis par l'entreprise peut avoir des conséquences négatives et détruire de la valeur.

L'ensemble de ces éléments peut entraîner un cycle destructeur, qui peut se traduire par une réduction de la performance de l'entreprise, voire par sa faillite et la perte de valeur qui en résulte.

En présence de l'impôt sur les sociétés, la valeur d'une entreprise connaît une évolution complexe. Tout d'abord, elle augmente grâce aux économies d'impôt résultant de la déductibilité des intérêts payés sur les emprunts. Cependant, cette croissance initiale de la valeur est suivie

---

<sup>72</sup>Gérard HIRIGOYEN, Jean Pierre JOBARD, Op. Cit, p67.

d'une diminution lorsque les avantages fiscaux sont compensés par les coûts de la faillite. En effet, un niveau excessif d'endettement accroît le risque que l'entreprise ne puisse pas rembourser ses créanciers, ce qui peut entraîner des conséquences coûteuses.

## **Conclusion**

En conclusion de ce chapitre qui se base sur l'identification des déterminants de la structure de financement, nous avons examiné en détail les différentes composantes qui influencent le choix de la structure financière d'une entreprise.

Dans la première section, nous avons défini la structure du capital, exposé ses objectifs et souligné son importance cruciale dans la gestion financière. Nous avons également exploré en profondeur micro-économiques qui influencent sur ce choix.

Nous avons présenté, dans une deuxième section, les différentes modalités de financement en tant qu'élément central de la structure financière. Nous avons également analysé les diverses options de financement disponibles pour les entreprises, notamment, les fonds propres et les dettes, ainsi que les avantages et les inconvénients à chacune d'elles.

Enfin, dans la dernière section, nous avons mis l'accent sur le lien étroit entre décisions de financement et la valeur de l'entreprise. Nous avons montré comment le choix de la structure du capital peut avoir un impact significatif sur la valeur de l'entreprise, en mettant en évidence les différentes théories et modèles qui expliquent cette relation complexe.

Ce chapitre nous a permis de comprendre que la structure du capital est une décision cruciale pour toute entreprise, avec des implications importantes pour sa rentabilité et sa valeur. Les facteurs micro-économiques, les modalités de financement et la recherche de la création de valeur sont autant d'aspects essentiels à prendre en considération lors de la gestion de la structure financière d'une entreprise.

# **Chapitre 3:**

**Le cas du groupe SAIDAL  
comme illustration des  
développements théoriques**

## **Introduction**

Dans ce chapitre, notre objectif principal est d'étudier les facteurs déterminant la structure financière des entreprises cotées en bourse gèrent leurs finances. Afin de répondre de manière approfondie à notre question de recherche et aux interrogations que nous avons soulevées, nous allons illustrer ces concepts en utilisant un exemple concret d'une entreprise cotée. Dans ce contexte, nous allons examiner le cas du groupe SAIDAL, l'une des entreprises les plus importantes en Algérie, qui opère dans divers secteurs.

Pour réaliser cette étude, nous allons analyser les états financiers du groupe SAIDAL, tels que les bilans et les comptes de résultats des trois dernières années. Cette démarche nous permettra d'établir une corrélation entre la façon dont l'entreprise structure ses finances et la valeur qu'elle génère.

## **Section 01: Présentation et organisation du groupe industriel**

### **SAIDAL**

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

#### **1. Présentation du groupe SAIDAL**

Établi en avril 1982 et enregistré sous le numéro d'immatriculation au registre de commerce 00B0342357, le groupe industriel SAIDAL opère en tant que société par actions (SPA) avec un capital de 2 500 000 000,00 de dinars algériens. La majorité de son capital (80 %) est détenue par l'État, tandis que la partie restante (20 %) a été cédée en 1999 à des investisseurs institutionnels et à des individus via le marché boursier.

Fonctionnant en tant que groupe industriel, SAIDAL emploie actuellement plus de trois mille (3 000) salariés en 2019. Il dispose de six (6) sites de production établis dans quatre wilayas différentes, ainsi que de trois centres de commercialisation. De plus, il abrite un centre dédié à la recherche et au développement, ainsi qu'une structure spécialisée dans les études de bioéquivalence.

Afin de répondre efficacement à notre problématique, nous avons sélectionné cette entreprise algérienne, SAIDAL, cotée en bourse, dont les caractéristiques nous permettent de

vérifier de manière claire et incontestable les hypothèses de notre recherche. En effet, ce groupe publie régulièrement des rapports d'activité détaillés sur une base annuelle, fournissant des informations complètes sur son activité, sa situation financière, son système de gouvernance, son capital et son actionnariat.

## 2. Missions

En qualité du principal fabricant de médicaments génériques en Algérie, la mission primordiale de SAIDAL est de rendre disponibles aux patients une variété étendue et diversifiée de médicaments de haute qualité. L'entreprise s'engage à contribuer à l'amélioration de l'accès des patients aux traitements en adoptant une politique de tarification qui favorise un large éventail de la société.

Du fait de son statut d'entreprise publique, SAIDAL se voit également assigner la responsabilité d'accompagner la politique de santé publique en participant au développement de l'industrie pharmaceutique. Cela se réalise par des investissements orientés vers la satisfaction des besoins de la population en matière de médicaments.

## 3. Objectifs

Le groupe SAIDAL a mis en place six objectifs stratégiques majeurs pour orienter ses activités :

- Renforcer sa position de leader sur le marché national.
- Améliorer sa rentabilité afin de garantir sa durabilité et d'honorer ses engagements envers ses actionnaires.
- Maintenir la stabilité de ses compétences et favoriser le développement de ses ressources humaines.
- Établir un outil privilégié pour les autorités publiques, afin de soutenir la politique nationale du médicament et d'avoir un rôle déterminant dans les coûts liés aux médicaments et la régulation du marché.
- Cultiver une culture d'entreprise partagée par l'ensemble de ses employés.
- Favoriser les partenariats pour acquérir de nouvelles technologies et étendre sa gamme de produits vers les médicaments innovants.

#### 4. L'évolution du groupe SAIDAL

Comme de nombreuses entreprises industrielles d'envergure mondiale, SAIDAL a traversé plusieurs phases de restructuration au cours de son existence. Ces changements substantiels, couvrant les aspects organisationnels, industriels, juridiques et financiers, ont été initiés au niveau central pour adapter les modes d'organisation aux orientations de développement économique nationales de chaque période.

Les moments clés qui ont marqué l'évolution du groupe SAIDAL sont les suivants :

-En 1982, l'entreprise nationale de production pharmaceutique est créée à la suite de la restructuration de la pharmacie centrale.

-En 1985, la Pharmacie Centrale Algérienne (PCA) est rebaptisée « SAIDAL » en tant qu'entreprise nationale de production pharmaceutique.

-En 1989, SAIDAL gagne son autonomie et devient une société par actions avec un capital de 8000000DA, détenu par trois fonds de participation (chimie pharmacie, mines et équipements).

-En 1996, les fonds de participation sont dissous, et SAIDAL devient entièrement propriété du holding chimie pharmacie.

-En 1998, SAIDAL est transformée en groupe industriel comprenant trois filiales de production et deux unités de services.

-En 1999, l'entreprise est introduite à la Bourse des Valeurs d'Alger (BVA), et 20% de son capital sont cédés à des investisseurs privés.

-En 2009, SAIDAL augmente sa participation dans le capital de SOMEDIAL jusqu'à 59%.

-En 2014, les filiales Antibioal, Biotic et Pharmal fusionnent avec SAIDAL par absorption.

-En 2016, l'usine TAPHCO et le centre de bioéquivalence sont inaugurés en présence du ministre de l'industrie et des mines.

Ces évolutions ont modifié la capacité de SAIDAL à s'adapter aux conditions changeantes de l'environnement économique et à renforcer sa position en tant qu'acteur majeur dans le domaine pharmaceutique.

## 5. Les sites de production

SAIDAL compte 08 usines de production et d'une capacité totale de 200 millions

d'unités de ventes <sup>73</sup>:

- **Site de production de Dar El Beida (existant depuis 1958)**

Fabriquer une large gamme de médicaments sous plusieurs formes galéniques, y compris comprimés, gélules, sirops, pâtes, suspensions buvables, sels et solutions dermiques.

- . Capacité de production très importante (43 millions d'unités de vente par an).

- . Disposer d'un laboratoire de contrôle de la qualité et d'une surface de stockage.

- **Site de production de Médéa (production d'antibiotiques)**

- . Spécialisé dans la production d'antibiotiques pénicilliniques et non pénicilliniques.

- . Fabrique diverses formes galéniques, notamment injectables, gélules, pommades, sirops et comprimés.

- . Capacité de production importante et laboratoires d'analyse pour le contrôle de la qualité.

- **Site de production de Constantine (formes liquides)**

- . Spécialisé dans la fabrication de formes liquides.

- . Composé de deux ateliers de sirops.

- **Site de production du Gué de Constantine**

- . Comprend une partie pour la fabrication de formes galéniques telles que suppositoires, ampoules buvables et comprimés.

- . Une autre partie spécialisée dans la production de solutés massifs, poches et flacons.

---

<sup>73</sup>Document interne disponible sur le site de SAIDAL.

- . Capacité de production de plus de 18 millions d'unités de vente.
- . Disposer d'un laboratoire de contrôle de la qualité.
- **Site de production d'El-Harrach**
  - . Dispose de quatre ateliers pour la production de sirops, solutions, comprimés et pommades.
  - . Capacité de production de 20 millions d'unités de vente.
- **Site de production de Cherchell**
  - . Comprend un atelier de production.
  - . Unique producteur algérien du concentré d'hémodialyse.
  - . Disposer d'un laboratoire de contrôle de la qualité.
- **Site de production de Batna**
  - . Spécialisé dans la production de suppositoires.
- **Site de production d'Annaba**
  - . Spécialisé dans la fabrication de formes sèches, notamment comprimés et gélules.

## 6. Filiales du Groupe SAIDAL

### 6.1 Filiale BIOTIQUE

Cette filiale est l'une des trois filiales issues de la restructuration de SAIDAL. Elle possède une vaste expérience dans la production pharmaceutique et des équipements modernes.

Elle produit un large éventail de médicaments issus des usines d'El Harrach, de Cherchell et de l'usine du Gué de Constantine.

### 6.2 Filiale PHARMAL

Comme BIOTIC, cette filiale est issue de la restructuration de SAIDAL en groupe industriel en 1988.

Elle est composée de trois usines de production : l'Usine de Dar el Beida, l'Usine de Constantine et l'Usine d'Annaba.

### **6.3 Filiale ANTIBIOTIQUE (Médéa)**

Cette filiale est située à Médéa, à 80 km d'Alger.

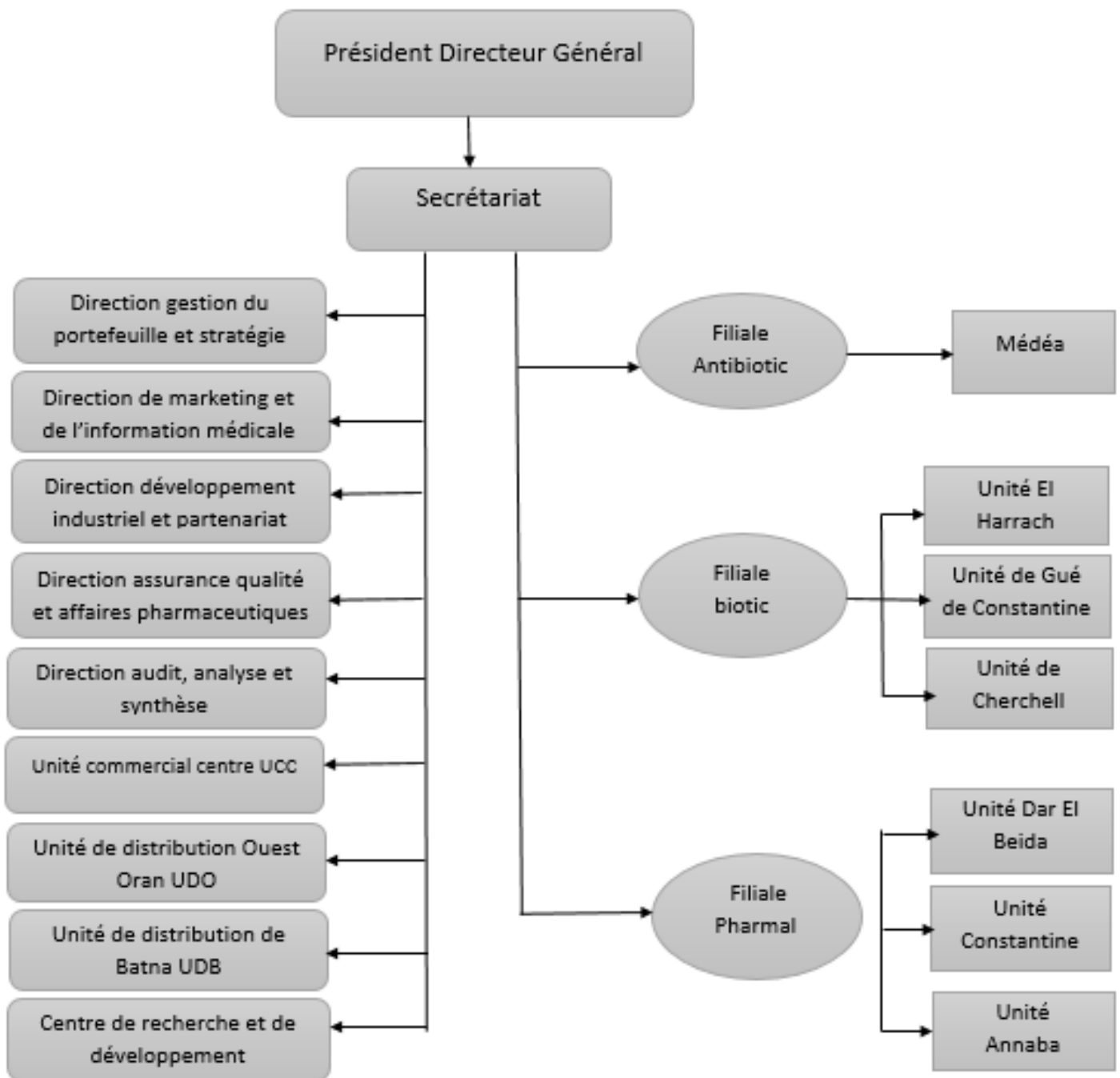
Elle est spécialisée dans la production d'antibiotiques pénicilliniques et non pénicilliniques.

Elle possède les installations nécessaires pour la fabrication des médicaments, de l'obtention du principe actif jusqu'à leur mise en forme galénique.

Elle dispose de deux unités de semi-synthèse pour les produits oraux et stériles injectables, ainsi que d'entités de spécialités pharmaceutiques réparties entre deux bâtiments, l'un dédié aux produits pénicilliniques et l'autre aux produits non pénicilliniques, avec une capacité de 60 millions d'unités de production.

## 7. Organigramme du groupe SAIDAL

Figure n° 02: Organigramme du groupe SAIDAL



**Source:** Document interne disponible sur le site officiel de SAIDAL.

## 8. Origine d'introduction en bourse

L'introduction en bourse d'une part du capital du groupe SAIDAL a été décidée lors de l'assemblée générale extraordinaire du 22 juin 1998, en accord avec la résolution du conseil national des participations de l'État lors de sa réunion du 18 juin 1998. Cette démarche s'inscrivait dans le cadre du processus de privatisation conformément à l'ordonnance n°95/22 du 26 août 1998, portant sur la privatisation des entreprises publiques éligibles au programme de privatisation approuvé par le gouvernement, notamment en vertu de ses articles 25 et 26. En 1999, le groupe SAIDAL a ainsi cédé 20% de son capital, soit 2 000 000 d'actions, au prix fixe de 500 DA.

Les objectifs de l'introduction du groupe SAIDAL à la bourse sont :

- La privatisation partielle de la société et le transfert de sa gestion publique.
- Établir des accords de collaboration avec de grandes entreprises économiques étrangères.
- Renforcer ses activités de vente et de marketing.
- Permettre au groupe d'acquérir une renommée à l'échelle nationale et mondiale.
- Simplifier l'accès au financement à long terme dans des conditions appropriées.

## 9. Evolution récente du groupe SAIDAL

**Tableau n° 05 : Évolution du groupe SAIDAL :**

Principaux agrégats par année	2017	2018	2019
Chiffre d'affaires / milliers DA	10265898	10317577	9392751
Production / milliers DA	8 580 334	9 255 015	9483860
Effectifs milliers /DA	3099	3210	3230
Résultat net/ milliers DA	1 376 296	1 174 214	7934

**Source:** Etabli par nous-même d'après les données collectées auprès de COSOB & SGBV

**Interprétation :**

- En 2019, SAIDAL a enregistré un chiffre d'affaires de 9 392 751 000 000 DA, ce qui représente une diminution de 8,96% par rapport à l'année précédente (2018). Cette baisse significative est principalement due à une forte diminution des ventes des produits en forme sèche, fabriqués par la filiale SOMEDIAL, avec une réduction de 26% par rapport à l'exercice précédent.

- Cependant, la production totale de SAIDAL en 2019 a atteint 9 483 860 000 000 DA, enregistrant une légère augmentation de 1,24% par rapport à l'année précédente. Cette augmentation de la production s'explique par une meilleure disponibilité des premières matières nécessaires à la fabrication.

- Le nombre d'employés de SAIDAL au 31 décembre 2019 s'élève à 3 230 agents, marquant une augmentation de 20 agents par rapport à la fin de l'année 2018. Cette augmentation est principalement due à des recrutements effectués à la fois au sein de SAIDAL (la société mère) et de sa filiale IBERAL.

- Le résultat net de l'entreprise en 2019 s'est établi à 793 514 000 000 DA, enregistrant une chute significative de 52,42% par rapport à l'année 2018 (1 174 214 000 000 DA). Cette diminution majeure du résultat net est principalement imputable à la baisse du chiffre d'affaires.

**10. Evaluation du Groupe**

- L'objectif principal de cette évaluation était de déterminer la valeur des actions de l'entreprise SAIDAL, en prenant en compte plusieurs aspects, tels que sa situation économique, financière et industrielle.

- Le groupe SAIDAL a fait appel à un cabinet d'études de renommée internationale, PGA, qui est une filiale française de la célèbre société Arthur Anderson. Ce cabinet est réputé pour son expertise en matière d'analyse financière et d'évaluation d'entreprises.

- Pour évaluer la valeur de l'action SAIDAL, le cabinet PGA a utilisé la méthode des cash-flows actualisés. Cette méthode est couramment employée en finance pour estimer la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs générés par une entreprise.

- Dans ce cas, le taux d'actualisation appliqué aux cash-flows a été estimé à 18,74%. Ce taux représente essentiellement le rendement attendu ou le coût du capital pour les investisseurs. Le prix économique de l'action de SAIDAL a été calculé en utilisant la méthode des cash-flows actualisés avec le taux de 18,74%. Ce prix est calculé comme suit :

**Tableau n° 06:** Evaluation de l'action de SAIDAL.

Cash-flows actualisés	9184,4 MDA
Dettes financière	325,8 MDA
Cash-flows des sociétés mixtes	245,4 MDA
Valeur économique	8613,4 MDA
Nombre d'actions	10 000 000
Valeur de l'action	861,2 DA

**Source :** Document interne de Groupe SAIDAL.

## Section 02 : Analyse de la structure financière de l'entreprise

### SAIDAL

#### 1. Présentation du bilan consolidé des filiales du Groupe et participations minoritaires [2017-2018-2019]

##### 1.1. Actif du bilan (Consolidé Groupe)

Tableau n° 07 : Les emplois du bilan consolidé des filiales du Groupe [2017-2018-2019].

Désignation	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
<b>Valeurs immobilisée</b>	<b>33 959 354 465.81</b>	<b>24 830 612 573.08</b>	<b>26 773 207 679.36</b>
Ecart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200.00	115 414 200.00	141 648 564.00
	13 643 850.95	139 733 986.51	174 057 244.76
Immobilisations incorporelles	27 279 084 239.11	19 440 657 715.00	20 510 275 344.8
Immobilisations corporelles	6 551 212 175.75	5 134 806 671.57	5 947 226 525.8
Immobilisations financières			
<b>Valeurs d'exploitation</b>	<b>4 883 145 010.78</b>	<b>6 288 271 950.21</b>	<b>6 887 530 621.19</b>
Stocks et encours	4 883 145 010.78	6 288 271 950.21	6 887 530 621.19
<b>Valeurs réalisables</b>	<b>4 718 992 327.5</b>	<b>5 301 209 691.15</b>	<b>4 836 729 176.82</b>
Clients	3 192 081 776.57	3 681 013 225.61	3 177 533 740.40
Autres débiteurs	1 357 61287.35	1 391 490 814.49	1 436 859 091.79
Impôts	169 292263.58	228 705 651.05	222 336 344.63
Autres actifs courants	0.00	0.00	0.00
<b>Valeurs disponibles</b>	<b>4 757 452 786.14</b>	<b>3 154 249 747.48</b>	<b>1 936 711 399.9</b>
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989.19	18 559 989.19	18 559 989.19
Trésorerie	4 738 892 796.95	3 135 689 758.29	1 918 151 410.71
<b>Total emplois</b>	<b>48 318 944 590.23</b>	<b>39 574 343 961.92</b>	<b>40 434 178 877.27</b>

Source : Réalisé à partir des données comptables (2017-2019) du Groupe SAIDAL tirées du site : [www.saidalgroup.dz](http://www.saidalgroup.dz) > rapport du conseil d'administration

Pour analyser l'évolution de la composition financière, du groupe industriel SAIDAL, nous allons faire ressortir les grandes masses des bilans financiers des années 2017 à 2019, en utilisant le tableau comme source de données.

**Tableau n° 08:** Bilans financiers en grandes masses « partie emplois » des exercices « 2017 à 2019 »

Désignation	2017	%	2018	%	2019	%
<b>VI</b>	33 959 354 465.81	71	24 830 612 573.08	63	26 773 207 679.36	66
<b>VE</b>	4 883 145 010.78	10	6 288 271 950.21	16	6 887 530 621.19	17
<b>VR</b>	4 718 992 327.50	9	5 301 209 691.15	13	4 836 729 176.82	12
<b>VD</b>	4 757 452 786.14	10	3 154 249 747.48	8	1 936 711 399.90	05
<b>Total</b>	48 318 944 590.23	100	39 574 343 961.92	100	40 434 178 877.27	100

**Source:** établie par nous même à partir des données comptables du groupe "SAIDAL"

En analysant la composition de l'actif des bilans, plusieurs constatations peuvent être faites :

Les actifs non courants représentent une part de plus de 65% pour les années 2018 et 2019, ce qui s'explique par la capacité de l'entreprise à investir de manière substantielle dans des actifs immobilisés.

Les actifs liés aux opérations courantes occupent une part considérable de l'actif total, ce qui est cohérent avec la nature de l'activité de l'entreprise.

En ce qui concerne la gestion de la trésorerie, les chiffres montrent une capacité de gestion relativement faible au fil des quatre années d'étude, représentant respectivement 11,10%, 9,84%, 7,97% et 4,78% du total de l'actif. Cela indique que les ressources de trésorerie ne sont peut-être pas suffisantes pour couvrir les dettes à court terme, d'autant plus que celles-ci représentent une part importante du passif de l'entreprise, avec des pourcentages respectifs de 16,23% , 14,62%, 17,19% et 15,31%.

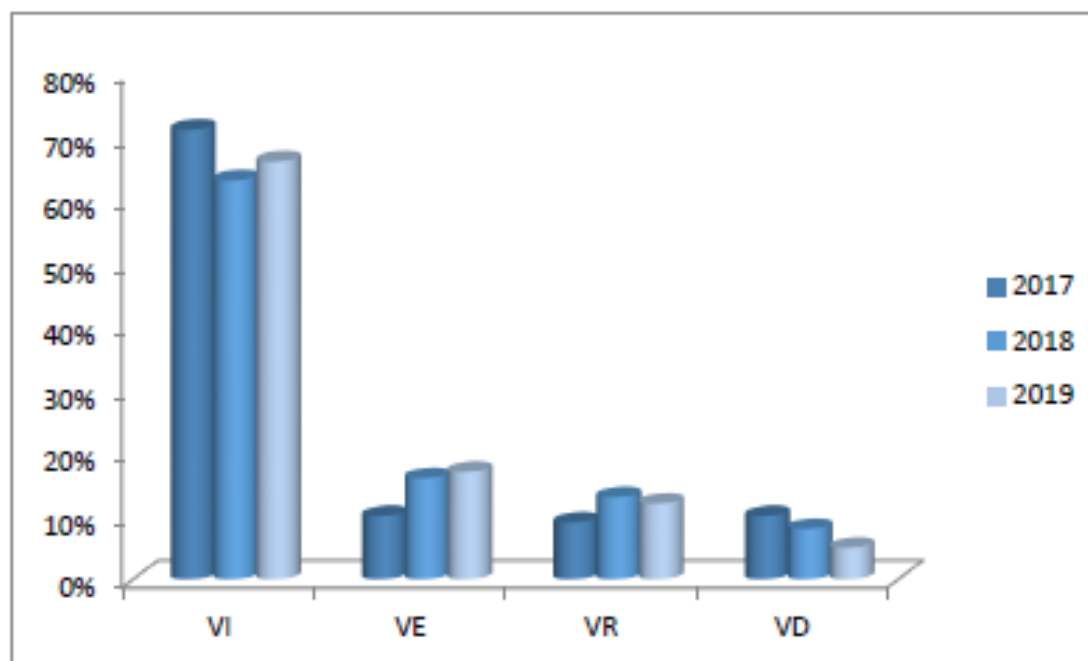
**Tableau n° 09 : Evolution des éléments des emplois durant les exercices 2017 à 2019**

Dans le tableau ci-après, nous allons étudier l'évolution de la structure financière à partir du tableau N°09:

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

Source : Conception personnelle, à partir du tableau N°08.

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

**Figure n° 03 : Evolution des éléments des bilans financiers (partie emplois)**

Source : Elaboré par nous-mêmes

**Interprétation:**

Pour clarifier l'évolution des éléments des bilans financiers, en particulier du côté des emplois, nous allons interpréter les principales catégories.

**Les valeurs immobilisées (VI) :** Nous avons constaté une diminution de la part des valeurs immobilisées par rapport au total du bilan, passant de 71% en 2017 à 63% en 2018, soit une réduction de 4%. Cette variation est probablement due à la baisse d'une partie des actifs corporels immobilisés. En 2019, la part des valeurs immobilisées dans l'actif total est remontée à 66%, ce qui représente une augmentation de 3% par rapport à 2018, principalement en raison du rétablissement des actifs corporels immobilisés.

**Les valeurs d'exploitation (VE) :** En 2018, nous avons constaté une légère augmentation des stocks et des encours par rapport à 2017, soit une hausse de 6%. En 2019, par rapport à 2018, cette augmentation est moindre, seulement 1%, en raison d'une rotation moins favorable des stocks.

**Les valeurs réalisables (VR) :** La part des valeurs réalisables par rapport au total du bilan a augmenté de 9% en 2017 à 13% en 2018, soit une hausse de 4%. Cependant, en 2019, cette part a diminué de 2% par rapport à 2018.

**Les valeurs disponible (VD) :** Nous avons constaté une baisse respective de 2% et 3% des valeurs disponibles au cours des périodes 2017-2018 et 2018-2019. Cette réduction s'explique par la diminution de la dépendance aux concours bancaires de la partie du groupe Sidal.

## 1.2. Le passif du bilan (Consolidé Groupe)

**Tableau n° 10** : Les ressources du bilan consolidé des filiales du Groupe [2017-à-2019]. Rapport du conseil d'administration.

Désignations	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
<b>Capitaux propres</b>	<b>27 931 531 057.74</b>	<b>19 796 410 396.58</b>	<b>21 776 278 416.42</b>
Capital émis	2 500 000 000.000.00	2 500 000 000.000.00	2 500 000 000.000.00
Capital non appelé	0.00	0.00	0.00
Autres fonds propres	8 721 856 492.20	411 677 000.00	411 677 000.00
Primes et réserves (Réserves consolidées)	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	793 514 004.08
Autres capitaux propres- 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
<b>Dettes à moyen et à long terme</b>	<b>13 318 697 612.35</b>	<b>12 971 323 611.56</b>	<b>12 464 710 757.10</b>
Emprunts et dettes financières	10 894 562 658.08	10 923 905 958.66	10 403 266 267.81
Impôts (différés et provisionnés)	17 509 995.00	19 887 217.01	21 011 203.32
Autres dettes non courantes	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
<b>Dettes à court terme</b>	<b>7 068 715 920.14</b>	<b>6 806 609 953.78</b>	<b>6 193 189 703.75</b>
Fournisseurs et comptes rattachés	1 436 731 269.94	2 249 615 538.04	1 556 885 668.31
Impôts (différés et provisionnés)	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 passif	797 707 247.08	620 906 312.83	810 706 531.25
<b>Total des ressources</b>	<b>48 318 944 590.23</b>	<b>39 574 343 961.92</b>	<b>40 434 178 877.27</b>

**Source** : Réalisé à partir des données comptables du Groupe SAIDAL tirées du site

[www.saidalgroup.dz](http://www.saidalgroup.dz).

**Tableau n°11 : Bilans financiers en grandes masses « partie ressources » des exercices 2017 à 2019**

Désignation	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
<b>Total</b>	<b>48 318 944 590.23</b>	<b>100</b>	<b>39 574 343 961.92</b>	<b>100</b>	<b>40 434 178 877.27</b>	<b>100</b>

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

En examinant le passif des bilans du Groupe SAIDAL, les observations suivantes peuvent être formulées :

Les capitaux propres dépassent les 50% au cours de la période étudiée, ce qui indique que l'entreprise dispose d'une solide capacité d'autofinancement.

Le pourcentage des dettes à moyen et long terme (DMLT) est d'un niveau moyen, ne dépassant pas 32%, avec des valeurs respectives de 22,56%, 27,56%, 32,77% et 30,82%.

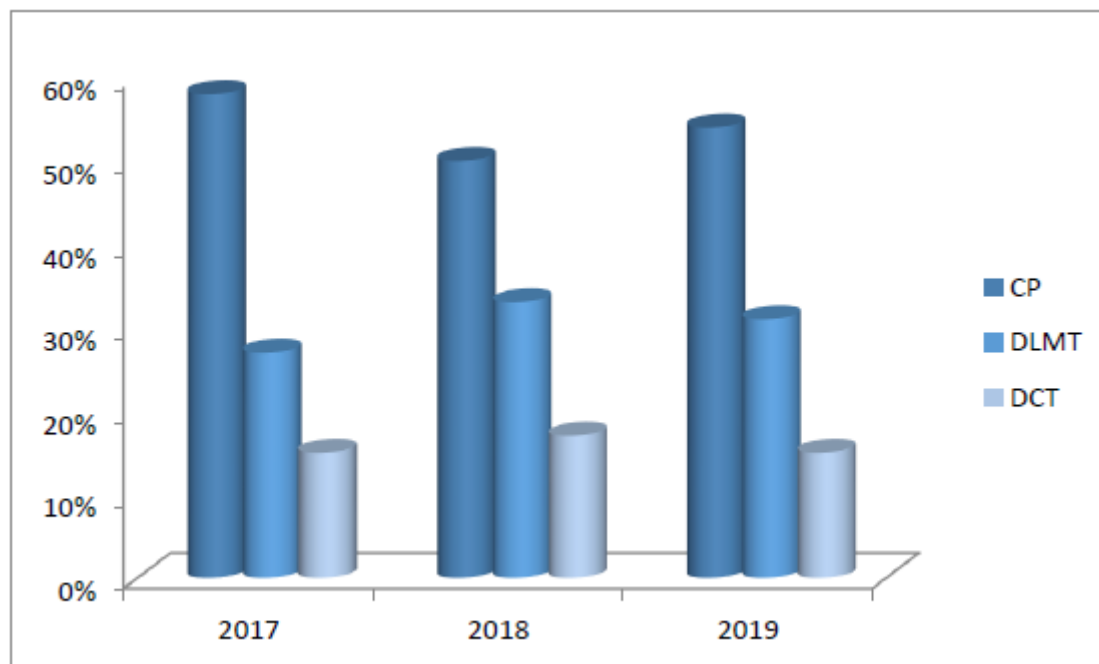
Les dettes à court terme représentent un taux moyen de 14,62% en 2017, 17,19% en 2018 et 15,31% en 2019. Cela suggère que l'entreprise a recours aux dettes à court terme pour financer ses activités.

**Tableau N°12 : Evolution de la structure financière « partie ressources » des exercices 2017 à 2019**

Désignation	2017	2018	2017-2018	2019	2018-2019
CP	58%	50%	-8%	54%	4%
DLMT	27%	33%	6%	31%	-2%
DCT	15%	17%	2%	15%	-2%
<b>Total passif</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>		<b>100%</b>	

Source : Conception personnelle, à partir du tableau N°09.

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

**Figure n° 04:** Evolution des éléments des bilans financiers (partie ressources)

Source : Elaboré par nous-mêmes

### Interprétation

Pour mieux expliquer l'évolution des éléments du bilan, en particulier du côté des ressources, nous allons interpréter les principales catégories.

**Les capitaux propres :** Nous avons observé que la part des capitaux propres se situe dans le cadre des normes recommandées (supérieure ou égale à 30 % du total des ressources). Ils ont connu une diminution de 8% entre 2017 et 2018, passant de 58% à 50%. En revanche, ils ont augmenté de 4% entre 2018 et 2019, atteignant 54% du total des ressources. Cette variation suggère une gestion financière prudente.

**Les Dettes à Long et Moyen Terme (DLMT) :** Nous avons constaté une augmentation de 6% des DLMT en 2018 par rapport à 2017, passant de 27% à 33%. Cependant, elles ont ensuite subi une diminution de 2% entre 2018 et 2019, probablement due au remboursement d'une partie de la dette à long et moyen terme.

**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 augmentation de 2%, pour ensuite revenir à 15% en 2019. Cela suggère que l'entreprise n'a pas fortement recours aux concours bancaires pour financer son exploitation.

En analysant les données des exercices 2017, 2018 et 2019, il ressort que le Groupe SAIDAL a privilégié les fonds propres comme principale source de financement, suivis des dettes à long et moyen terme, et enfin des dettes à court terme. Cette approche s'inscrit dans la théorie de la "pecking order" qui favorise l'utilisation des fonds propres comme première option de financement, ce qui renforce l'indépendance financière et réduit les risques liés à l'endettement.

Pendant la période de notre étude, le Groupe Industriel SAIDAL a financé son activité en utilisant principalement deux sources de financement : l'autofinancement et l'endettement à moyen et long terme.

Pour évaluer la capacité de l'entreprise à répondre à ses besoins, une analyse de la structure financière à travers les équilibres financiers est essentielle.

## **2. L'analyse de la structure financière du Groupe SAIDAL par les équilibres financiers**

Nous allons entreprendre une analyse financière de la situation financière du Groupe SAIDAL en calculant le Fonds de Roulement, le Besoin en Fonds de Roulement et la trésorerie disponibles.

### **2.1. Le fonds de roulement net global (FRNG)**

Le fonds de roulement est la partie de capitaux permanent de l'entreprise qui couvre les besoins générées par son cycle d'exploitation . L'objectif de ce calcul est d'évaluer et d'analyser la marge de sécurité financière du Groupe SAIDAL.

Pour calculer le fonds de roulement net, il existe deux méthodes couramment utilisées : par le haut du bilan et par le bas du bilan.

#### **Calcul du FRNG par le haut du bilan**

$$\text{FRNG} = (\text{Capitaux propres} + \text{DLMT}) - \text{Valeurs Immobilisées}$$

**Tableau n° 13 : Calcul du FRNG**

Désignation	2017	2018	2019
Capitaux propres	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
<b>FRNG= (CP+DLMT)-VI</b>	<b>7 290 874 204.28</b>	<b>7 937 121 435.06</b>	<b>7 467 781 494.16</b>

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

Les résultats obtenus révèlent que le fonds de roulement net global demeure positif pour les trois années de référence. Cette constatation suggère que l'entreprise a maintenu un équilibre financier à long et moyen terme. En d'autres termes, les ressources stables ont suffi à couvrir l'intégralité des emplois durables, générant ainsi une marge de sécurité qui peut être affecté au financement des actifs circulants.

## 2.2. Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

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

$$\text{BFR} = (\text{VE} + \text{VR}) - \text{DCT} - \text{découvert bancaire}$$

**Calcul du BFR:**

**Tableau n° 14 : Calcul du BFR**

Désignation	2017	2018	2019
<b>VE (1)</b>	4 883 145 010.78	6 288 271 950.21	6 887 530 621.19
<b>VR (2)</b>	4 718 992 327.50	5 301 209 691.15	4 836 729 176.82
<b>DCT – découvert (3)</b>	33 959 354 465.81	6 185 703 640,95	5 382 483 172,5
<b>BFR=(1) +(2)-(3)</b>	<b>3 331 128 665.22</b>	<b>5 403 778 000.41</b>	<b>7 467 781 494.16</b>

**Source:** conception personnelle, à partir des bilans financiers

Le groupe industriel SAIDAL affiche un Besoin en Fonds de Roulement (BFR) positif tout au long de la période d'étude, ceci indiquant que les besoins d'exploitation dépassent les ressources d'exploitation. Pour combler cet écart, l'entreprise peut utiliser soit à l'excédent de son fonds de roulement, soit à des facilités de découverts bancaires.

### 2.3. La Trésorerie Nette (TN)

La trésorerie nette est un indicateur de gestion de l'entreprise, nous sommes en mesure d'évaluer la stabilité financière de celle-ci. Le calcul de la trésorerie nette se réalise de la manière suivante :

$$TN = FR - BFR$$

**Tableau n°15** : Calcul de la trésorerie nette

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

**Source** : Conception personnelle à partir de données financières

Au cours de l'étude des bilans financiers du groupe industriel Saidal sur la période de 2017 à 2019, plusieurs conclusions importantes ont été tirées :

Le groupe Saidal a maintenu une Trésorerie Nette (TN) positive pour l'ensemble de ces trois années, indiquant ainsi un équilibre financier à court terme. Cela signifie que l'entreprise dispose d'un fonds de roulement suffisant pour répondre aux besoins du cycle d'exploitation, ainsi qu'aux besoins de trésorerie immédiate, ce qui se traduit par un excédent de trésorerie.

L'analyse de la structure de financement de l'entreprise révèle que, pendant la période étudiée, le groupe Saidal préfère l'autofinancement comme principale source de financement. Cette approche montre que l'entreprise dépend moins des ressources externes pour soutenir ses opérations.

Pour évaluer les équilibres financiers, il est évident que le groupe Saidal dispose de ressources financières adéquates pour couvrir ses besoins d'exploitation et faire face aux demandes de trésorerie à court terme. Cette stabilité financière est un indicateur positif de la santé financière de l'entreprise sur cette période.

### 3. Les ratios de structure financière

Il s'agit de ratios qui comparent les éléments du bilan à long terme du, dont les variations reflètent les changements dans la structure de l'entreprise.

### 3.1. Ratio d'autonomie financière

Le ratio d'autonomie financière est un indicateur couramment utilisé en analyse financière pour évaluer le degré de dépendance d'une entreprise à l'égard des financements provenant de sources externes. Le calcul de l'autonomie financière se réalise de la manière suivante :

$$\text{Ratio d'autonomie financière} = \frac{\text{capitaux propres}}{\text{total des dettes}}$$

**Tableau n° 16 : Calcul du ratio d'autonomie financière**

Année	2017	2018	2019
<b>C. Propres (1)</b>	27 931 531 057.74	19 796 410 396.58	21 776 278 416.42
<b>Total des dettes (2)</b>	20 387 413 532.49	19 777 933 565.34	18 657 900 460.85
<b>R. d'autonomie financière = ½</b>	<b>1.37</b>	<b>1.00</b>	<b>1.17</b>

**Source :** Elaboré par nous-mêmes à partir des données comptables du Groupe SAIDAL

Les résultats obtenus indiquent que l'entreprise SAIDAL est en mesure de couvrir ses dettes en utilisant ses propres ressources au cours des trois années (2017-2018-2019), car le ratio est supérieur à 1, avec des valeurs de 1,37 en 2017, 1,00 en 2018 et 1,17 en 2019.

### 3.2. Ratio d'endettement global

Le ratio d'endettement est un indicateur financier qui évalue le niveau d'endettement d'une entreprise en comparant le total de ses dettes (à court, moyen et long terme) à la valeur totale de ses actifs

$$\text{Ratio d'endettement global} = \frac{\text{total des dettes}}{\text{total actif}}$$

**Tableau n° 17 : Calcul du ratio d'endettement (U/M : DA)**

Année	2017	2018	2019
<b>Total des dettes (1)</b>	20 387 413 532.49	19 777 933 565.34	18 657 900 460.85
<b>Total actif (2)</b>	48 318 944 590.23	39 574 343 961.92	40 434 178 877.27
<b>R. d'endettement =</b> $\frac{1}{2}$	0.42	0.50	0.46

**Source :** Elaboré par nous-mêmes à partir des données comptables du Groupe SAIDAL.

Un ratio d'endettement plus faible indique que l'entreprise est moins endettée. Dans le cas du Groupe SAIDAL, son ratio d'endettement est inférieur à 1, avec des valeurs de 0,42 en 2017, 0,50 en 2018 et 0,46 en 2019. Cela suggère que l'entreprise a la capacité de contracter de nouveaux prêts et donc d'investir davantage.

### 3.3. Ratio de solvabilité

Le ratio de solvabilité mesure la capacité d'une entreprise à honorer ses engagements en cas de cessation d'activité, de liquidation, ou de mise en vente de ses actifs. La solvabilité générale se calcule en utilisant la formule suivante:

$$\text{Ratio de solvabilité} = \frac{\text{total actif}}{\text{total des dettes}}$$

**Tableau n° 18 : Calcul du ratio de solvabilité**

Année	2017	2018	2019
<b>Total actif (1)</b>	48 318 944 590.23	39 574 343 961.92	40 434 178 877.27
<b>Total des dettes (2)</b>	20 387 413 532.49	19 777 933 565.34	18 657 900 460.85
<b>R. de solvabilité =</b> $\frac{1}{2}$	<b>2.37</b>	<b>2.00</b>	<b>2.17</b>

**Source :** Elaboré par nous-mêmes à partir des données comptables du Groupe SAIDAL

Le ratio de solvabilité obtenu est supérieur à 1 pour les trois années, avec des valeurs de 2,45 en 2017, 2,37 en 2018 et 2,17 en 2019. Ces résultats indiquent clairement que l'actif du Groupe SAIDAL dépasse largement l'ensemble de ses engagements externes. En conséquence, nous pouvons en conclure que l'entreprise est globalement solvable et capable de faire face à ses engagements financiers.

#### 4. Évolution de la structure financière

Pour financer leurs projets d'investissement, les dirigeants de SAIDAL ont utilisé différents moyens de financement, notamment les capitaux propres, les dettes à long et moyen terme (DLMT) et les dettes à court terme (DCT). Pour obtenir une vue d'ensemble de la structure financière de l'entreprise au cours des années 2017, 2018 et 2019, nous résumons ces données dans le tableau ci-dessous :

**Tableau n° 19 :** Evolution de la structure financière des trois (03) années 2017, 2018, 2019

Désignation	2017	2018	2019
Capitaux propres	57.81%	50.02%	53.86%
DLMT	27.56%	32.78%	30.83%
DCT	14.63%	17.20%	15.31%
TOTAL	100%	100%	100%

Source : Nos regroupements d'après les données collectées au sein de SAIDAL.

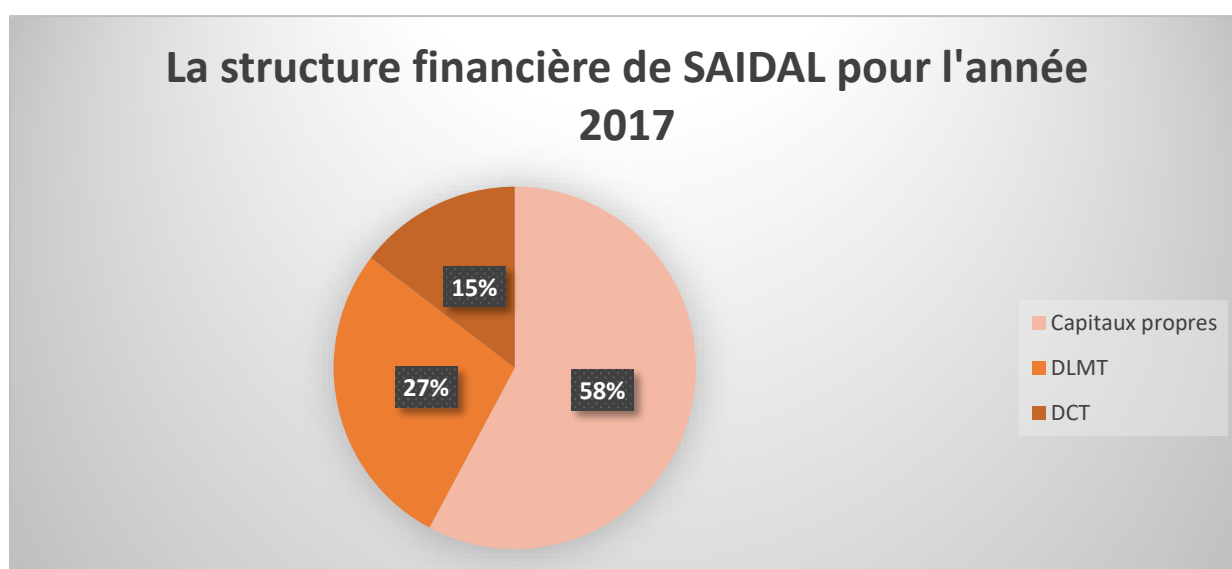
Les formules utilisées pour calculer la part de chaque mode de financement :

$$\text{capitauxpropres} = \frac{\text{montantcapitauxpropres}}{\text{totalpassif}} \times 100$$

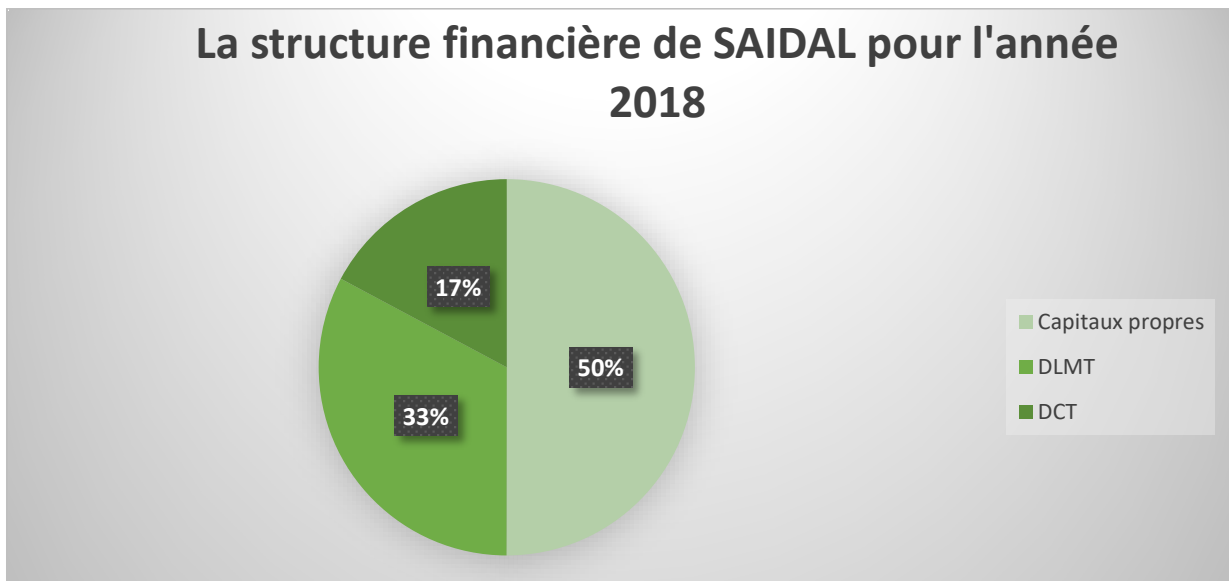
$$\text{DLMT} = \frac{\text{passifnoncourant}}{\text{totalpassif}} \times 100$$

$$\text{DCT} = \frac{\text{passifcourant}}{\text{totalpassif}} \times 100$$

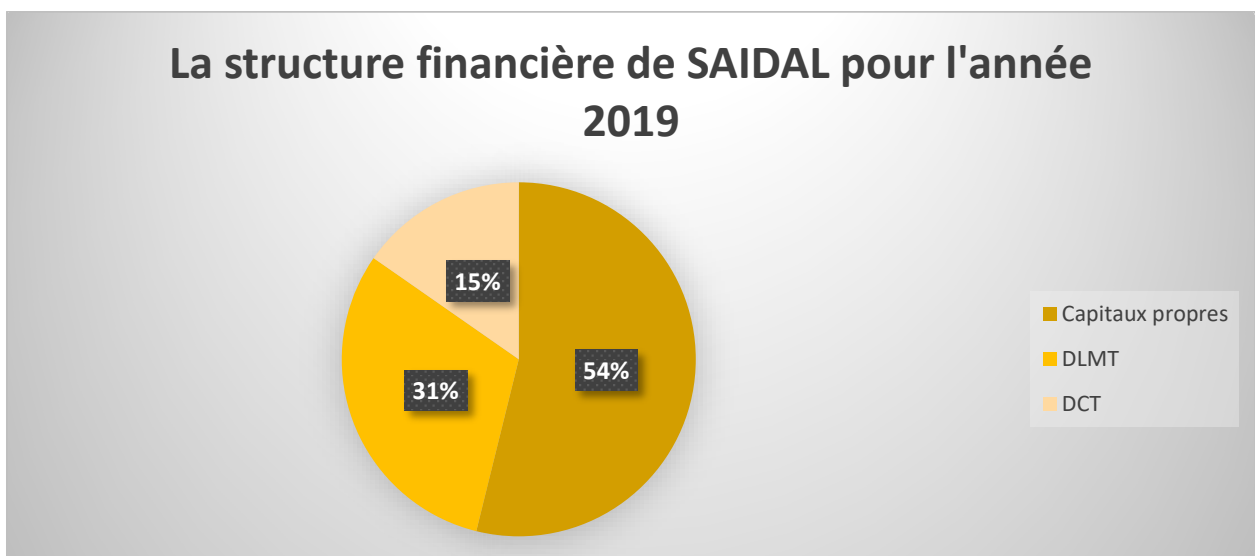
**Figure n 05:** La structure financière de SAIDAL pour l'année 2017



Source: Nos regroupements a partir des donnees de l'entreprise

**Figure n 06** : La structure financière de SAIDAL pour l'année 2018

**Source:** Nos regroupement a partir des donnees de l'entreprise

**Figure n 07** : La structure financière de SAIDAL pour l'année 2019

**Source:** Nos regroupement a partir des donnees de l'entreprise

D'après le tableau et les graphiques présentés précédemment, il est clair que l'entreprise n'a pas maintenu une structure financière constante au cours des trois exercices, mais elle a plutôt suivi une politique de financement cohérente. Cette politique repose principalement sur

l'utilisation des capitaux propres comme première source de financement, représentant respectivement 57,81%, 50,02% et 53,86% pour les années 2017, 2018 et 2019. Ensuite, les dettes à long terme ont été utilisées comme deuxième source, avec des taux de 27,56% en 2017, 32,78% en 2018 et 30,83% en 2019. Enfin, les dettes à court terme ont été mobilisées comme dernière source, avec des taux de 14,63%, 17,20% et 15,31% respectivement pour les années 2017, 2018 et 2019.

### **Section 03 : Les facteurs influençant la structure financière du Groupe SAIDAL**

L'analyse de la structure du capital d'une entreprise est une étape très importante dans la gestion financière moderne, notamment lorsqu'il s'agit de sociétés d'envergure telles que le groupe SAIDAL. Cette section de notre étude se penche sur les divers facteurs qui exercent une influence significative sur la composition du capital de cette organisation phare. Au cœur de cette analyse réside le concept fondamental du coût moyen pondéré du capital (CMPC), qui joue un rôle central dans la prise de décisions financières stratégiques de l'entreprise.

Nous examinerons également deux mesures clés de performance financière, à savoir la valeur économique ajoutée (EVA) et la valeur de marché ajoutée (MVA), qui sont des indicateurs essentiels pour évaluer l'efficacité de la gestion du capital au sein du groupe SAIDAL. Ces mesures permettent de déterminer dans quelle mesure l'entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires et comment sa stratégie financière affecte sa valeur globale sur le marché.

Enfin, cette section abordera la discussion des résultats obtenus au cours de notre recherche, mettant en lumière les tendances et les constatations les plus significatives. Nous procéderons également à la vérification des hypothèses de recherche formulées au début de notre étude, afin de déterminer dans quelle mesure les facteurs identifiés influencent effectivement la structure du capital du groupe SAIDAL.

En somme, cette section offre un aperçu approfondi des déterminants de la structure du capital au sein du groupe SAIDAL, en intégrant les aspects du CMPC, de l'EVA, de la MVA, ainsi que l'évaluation de la conformité de nos hypothèses de recherche avec les résultats obtenus.

## 1. Calcul du coût du capital de SAIDAL

Les entreprises estiment leur coût du capital aussi appelé Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC), pour pouvoir évaluer leurs projets d'investissement (si sont rentables ou pas) et détecter si elles sont performante et créatrice de valeur.

Ce coût du capital est calculé selon la formule suivante :

$$CMPC = k_{cp} \frac{v_{cp}}{v_{cp} + v_d} + k_d(1 - T) \frac{v_d}{v_{cp} + v_d}$$

Avec :

**K<sub>cp</sub>** = Coût des fonds propres

**V<sub>cp</sub>** = Fonds propres

**V<sub>d</sub>** = Endettement net

**K<sub>d</sub>** = Coût de la dette

**T** = Taux d'imposition sur les bénéfices.

### 1.1. Coût des fonds propres

On a utilisé la méthode du MEDAF dans l'estimation du coût des fonds propres de l'entreprise SAIDAL, ce dernier est calculé de la manière suivante :

$$E(R_{\text{actif}}) = R_F + \beta_{\text{actif}} \cdot (E(R_M) - R_F)$$

Avec :

**R<sub>F</sub>** : taux de rentabilité de l'actif sans risque (C<sub>fp</sub>) ;

**E(R<sub>m</sub>)** : taux de rendement espéré du marché financier ;

**E(R<sub>m</sub>) – R<sub>F</sub>** : prime de risque de marché du groupe ;

**B<sub>i</sub>** : Coefficient de risque systématique du titre.

Suivant le cas de SAIDAL :

La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV) a estimé le taux de rendement du marché financier à 15%<sup>74</sup>

<sup>74</sup> Dernière estimation avril 2014, il n'a pas fait l'objet d'une autre estimation depuis cette date.

Quant au coefficient de risque systématique du titre (Bêta) a été estimé par La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) à 1,38<sup>75</sup>

Le taux de rentabilité de l'actif sans risque était de 4% pour l'année 2017 et, de 5,75% pour les années 2018 et 2019<sup>76</sup>.

En suivant l'équation de MEDAF, le coût ou l'espérance de rendement des capitaux propres  $E(R_{cp})$  est présenté dans le tableau suivant :

**Tableau n° 20** : Calcul de coût des fonds propres pour les années 2017, 2018, 2019

Désignation Année	Rf	E(Rm)	E(Rm)-RF	Bi	E(Rcp)
2017	4%	15%	11%	1,38	19,18%
2018	5,75%	15%	9,25%	1,38	18,52%
2019	5,75%	15%	9,25%	1,38	18,52%

**Source** : Nos regroupements d'après les données collectées auprès de COSOB & SGBV

Dans tableau ci-dessus, on remarque que le coût des fonds propres de SAIDAL a connu une baisse légère de 0,66% en 2018 et 2019 par rapport à 2017. Cette diminution peut être attribuée à l'augmentation de taux de rentabilité de l'actif sans risque, passant de 4% en 2017 à 5,75% pour les années 2018 et 2019 comme le suggère la formule.

## 1.2. Coût de la dette

En 2017, le taux d'intérêt de la dette s'élevait à 4,75%, tandis qu'il atteignait 6,5% pour les années les 2018 et 2019.

Concernent le calcul du coût du capital en prenant en compte des économies d'impôt liées aux intérêts sur la dette. Cependant les taux d'intérêts deviennent :

- En 2017, le taux d'intérêt sur la dette ( $K_d$ ) était de 4,75%, en prenant en compte de l'économie d'impôt (Taux d'imposition est de 19%), le coût net de la dette est devenu **3,85%**.

<sup>75</sup> Cette estimation est faite par les experts de la COSOB, selon une étude spécifique au secteur pharmaceutique.

<sup>76</sup> Voir les annexes.

Cela signifie que l'entreprise peut réduire son coût d'emprunt en bénéficiant d'économies d'impôt.

- Le taux d'intérêt après impôt ( $K_d$ ) en 2018 et en 2019 passe de 6,5%, à 5,27% en appliquant l'imposition avec un taux de 19%.

### 1.3. Détermination de CMPC

Après avoir effectué des calculs préliminaires, nous procédons à l'estimation de Coût Moyen Pondéré du Capital, dont les résultats sont présentés dans le tableau suivant :

**Tableau n° 21** : Calcul de coût des fonds propres pour les années 2017, 2018, 2019

Désignation Années	$K_{cp}$	$\frac{V_{cp}}{V_{cp} + V_d}$	$K_d(1 - T)$	$\frac{V_d}{V_{cp} + V_d}$	CMPC
2017	19,18%	$\frac{27931531057,74}{41250228669,82}$	3,85%	$\frac{13318697612,35}{41250228669,82}$	14,23%
2018	18,52%	$\frac{19796410396,58}{32767734008,14}$	5,27%	$\frac{12971323611,56}{32767734008,14}$	13,28%
2019	18,52%	$\frac{21776278416,42}{34240989173,52}$	5,27%	$\frac{12464710757,10}{34240989173,52}$	13,70%

**Source** : Nos regroupements d'après les données collectées au sein de groupe SAIDAL.

A travers des résultats du tableau ci-dessus, nous constatons une diminution de coût moyen pondéré du capital en 2018 par rapport à 2017, suivie d'une légère augmentation de 0,42% en 2019 en le comparant à 2018. Ces variations sont principalement attribuées par le groupe SAIDAL à sa structure du capital.

**NB :**

Pour la valeur des capitaux propres ( $V_{cp}$ ) a été calculée en utilisant directement le montant des capitaux propres figurant dans le bilan passif, sans effectuer de modifications ou d'ajustements.

En ce qui concerne la valeur des dettes ( $V_d$ ), elle a été obtenue en se référant au montant déclaré dans la section des passifs non courant.

## **2. La mesure de création de valeur**

Pour explorer les questions formulées au début de cette étude, il est nécessaire de mesurer la création de valeur au sein de groupe SAIDAL, cette évaluation repose sur l'analyse des indicateurs discutés dans le chapitre précédent.

### **2.1. La sélection des indicateurs de mesure**

Dans notre étude nous avons opté pour deux indicateurs clés pour évaluer la performance de L'entreprise. En premier l'utilisation de l'indice de l'EVA comme indicateur principal dans notre étude est motivée par sa capacité à fournir une analyse approfondie de la performance interne d'une entreprise en prenant en compte le coût des ressources. Plus précisément, l'EVA permet de comparer le taux de rendement des capitaux investis ou le taux de retour sur investissement avec le coût des ressources utilisées (CMPC), ce qui est directement lié à notre objectif de recherche. En d'autres termes, il nous aide à évaluer si une entreprise parvient à générer un rendement suffisamment élevé par rapport à ses coûts d'emprunt et d'équité.

De plus, l'EVA est un indicateur riche en informations, offrant deux aspects clés. Premièrement, il éclaire la performance de la politique d'investissement grâce au taux de rendement des capitaux investis ou au taux de retour sur investissement. Deuxièmement, il examine l'efficacité de l'utilisation des ressources, en prenant en compte la composition des financements entre capitaux propres et capitaux empruntés. Chacune de ces composantes de l'EVA représente une variable d'action interne pour l'entreprise, ce qui le rend particulièrement utile pour l'optimisation de la création de valeur.

Quant à l'indice de la MVA, son inclusion dans notre analyse découle de sa capacité à intégrer toutes les dimensions du processus de création de valeur, contrairement à d'autres critères de performance, tels que les indicateurs comptables qui sont susceptibles d'être

manipulés. La MVA établit un lien direct entre la stratégie de l'entreprise et la perception du marché pour les entreprises cotées en bourse. En d'autres termes, elle nous permet de comprendre comment les décisions stratégiques d'une entreprise influent sur sa valeur perçue par les investisseurs et les actionnaires. La MVA offre ainsi une perspective extérieure sur la création de valeur, ce qui la rend pertinente pour notre analyse globale de la performance de l'entreprise.

L'indice de l'EVA nous aide à évaluer la performance interne de l'entreprise, tandis que la MVA met en lumière la création de valeur externe et la perception du marché. Ces deux indicateurs complémentaires nous permettent d'obtenir une vision holistique de la création de valeur au sein de l'entreprise, renforçant ainsi la robustesse de notre étude.

## 2.2. Calcul de l'EVA

Pour analyser cette dernière au sein du groupe SAIDAL, il faut examiner comment chaque élément de l'indice de valeur « EVA » évolue.

La formule de l'EVA est la suivante:

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{CMPC}) \times \text{CI}$$

Avec :

Le capital investi : il englobe à la fois les fonds propres et les dettes, ce qui constitue la totalité des ressources financières mobilisées pour une entreprise ;

ROIC, ou Rendement sur les Capitaux Investis, mesure la rentabilité obtenue grâce à ces ressources financières. Plus précisément, il se calcule en établissant un rapport entre le résultat d'exploitation généré par l'entreprise et le montant du capital investi. Cette métrique permet d'évaluer comment l'entreprise utilise efficacement son capital pour générer des bénéfices.

$$\text{ROIC} = \frac{\text{résultat d'exploitation}}{\text{capitaux investis}}$$

Afin de présenter une image plus fidèle de la performance de l'entreprise, nous avons préféré utiliser le résultat d'exploitation avant impôt plutôt que le résultat net. Cette décision a été prise dans le but d'obtenir un indicateur plus concret et précis de la rentabilité interne de l'entreprise.

Selon les économistes, le ratio ROIC (Return on Invested Capital) est un indicateur qui exclut certains éléments exceptionnels sans réelle pertinence pour évaluer la gestion efficace ou inefficace d'une entreprise. De plus, il ne prend pas en compte l'IBS (Impôt sur les Bénéfices et Salaires), une variable externe déterminée par des considérations politiques, et ne dépendant pas des opérations internes de l'entreprise. En outre, il est noté que le résultat net peut être trompeur en tant qu'indicateur, car une entreprise peut afficher un bénéfice tout en ne distribuant pas de dividendes aux actionnaires qui ont investi leur capital.

**Tableau n° 22 : Le calcul du ROIC pour les années 2017, 2018, 2019**

<b>Désignation</b> <b>Années</b>	<b>Résultat</b> <b>s'exploitation</b>	<b>Capital investis</b>	<b>ROIC</b>
<b>2017</b>	1 480 241 680.05	48 318 944 590.23	<b>3,063%</b>
<b>2018</b>	1 293 874 389.45	39 574 343 961.92	<b>3,272%</b>
<b>2019</b>	995 270 118.85	40 434 178 877.27	<b>2,461%</b>

**Source :** Nos regroupements d'après les données collectées au sein de groupe SAIDAL.

A partir de ces résultats obtenus dans le tableau ci-dessus, on constate que malgré une baisse du résultat d'exploitation en 2018, le rendement du capital investi reste élevé par rapport à 2017, principalement en raison de la diminution importante des capitaux investis. En 2019, le rendement du capital investi a légèrement baissé en raison de la réduction du résultat d'exploitation.

Après le calcul des valeurs de ROIC et de CMPC, nous procédant au calcul de l'indicateur de mesure EVA, qui se présente dans le tableau ci-dessous :

**Tableau n° 23** : Le calcul de l'EVA pour les années 2017, 2018, 2019

<b>Désignation</b> <b>Années</b>	<b>Capitaux investis</b>	<b>ROIC</b>	<b>CMPC</b>	<b>EVA</b>
<b>2017</b>	48 318 944 590.23	3,063%	14,23%	<b>-539777654239,09</b>
<b>2018</b>	39 574 343 961.92	3,272%	13,28%	<b>-396060034370,89</b>
<b>2019</b>	40 434 178 877.27	2,461%	13,70%	<b>-454439736401,63</b>

**Source** : Nos regroupements d'après les données collectées au sein du groupe SAIDAL.

D'après les données présentées dans le tableau, il est évident que l'indice de valeur EVA (Economic Value Added) est négatif pour les trois années consécutives : -539 777 654 239,09 en 2017, -396 060 034 370,89 en 2018, et -454 439 736 401,63 en 2019. Cette négativité signifie que, au cours de ces années, les rendements des investissements de l'entreprise étaient inférieurs au coût moyen pondéré du capital (CMPC).

En outre, il est à noter qu'il y a une diminution de l'EVA en 2018 par rapport à 2017. Cette baisse est attribuée à une variation significative des capitaux employés entre ces deux années, ainsi qu'à un CMPC plus élevé en 2017 par rapport à 2018. En revanche, l'EVA augmente en 2019 par rapport à 2018, principalement en raison d'un rendement moindre des capitaux investis en 2019 par rapport à 2018, ainsi qu'à une légère hausse du CMPC en 2019.

### 2.3. Calcul de MVA

Les entreprises cotées en bourse, telles que SAIDAL, poursuivent un objectif qui va au-delà de la simple génération de valeur à l'échelle interne, c'est-à-dire de la valeur intrinsèque. Elles ont également pour mission de créer de la valeur à l'extérieur, ce qui est communément appelé la création de valeur boursière. Cela se traduit par des mesures telles que l'indice MVA, qui évalue cette valeur ajoutée externe.

MVA se calcule avec la formule suivante :

$$\mathbf{MVA = VM - VCI}$$

**Avec :**

**VM** : valeur de marché des capitaux investis (capitalisation boursière).

VCI : valeur comptable des capitaux investis (Capitaux propres).

La capitalisation boursière est calculée par la formule suivante :

**Capitalisation boursière = cours boursier \* nombre d'action**

**Tableau n° 24** : Calcul de la capitalisation boursière pour les trois années 2017, 2018,2019

Désignation Années	Cours boursier	Nombre d'action	Capitalisation boursière
<b>2017</b>	660	10 000 000	<b>6 600 000 000</b>
<b>2018</b>	635	10 000 000	<b>6 350 000 000</b>
<b>2019</b>	580	10 000 000	<b>5 800 000 000</b>

**Source** : Nos regroupements d'après les données collectées auprès de COSOB & SGBV

Il est clair que la valeur de marché des capitaux investis a connu une baisse au cours des trois dernières années. En effet, elle a enregistré une diminution de 3,8% entre 2017 et 2018, suivie d'une baisse de 8,7% entre 2018 et 2019. Pour illustrer cela plus concrètement, la valeur de l'action sur le marché boursier est passée de 660 DA à 580 DA, si l'on s'exprime en termes mathématiques.

**NB** :

Le nombre d'action de groupe SAIDAL a resté inchangé depuis sa cotation à la bourse.

**Tableau n° 25** : Appréciation de l'indice MVA pour les années 2017, 2018 et 2019

Désignation Années	Capitalisation boursière	Valeur comptable des CP	MVA
<b>2017</b>	6 600 000 000	27 931 531 057.74	<b>-21 331 531 057.74</b>
<b>2018</b>	6 350 000 000	19 796 410 396.58	<b>-13 446 410 396.58</b>
<b>2019</b>	5 800 000 000	21 776 278 416.42	<b>-15 976 278 416.42</b>

**Source** : Nos regroupements d'après les données collectées auprès de COSOB & SGBV

D'après les données du tableau, on observe que la MVA est négative pour les trois années consécutives, ce qui signifie que la capitalisation boursière est inférieure à la valeur comptable de l'entreprise.

Plus spécifiquement, on remarque que la MVA en 2017 était de -21 331 531 057,74 DA, mais qu'elle a diminué pour atteindre -13 446 410 396,58 DA en 2018. Cette diminution significative s'explique par la réduction importante de la valeur comptable des capitaux propres de l'entreprise entre ces deux années.

En revanche, il est intéressant de noter que la MVA a augmenté par la suite, passant de -13 446 410 396,58 DA en 2018 à -15 976 278 416,42 DA en 2019. Cette augmentation s'explique par la hausse de la valeur de l'action sur le marché boursier, qui est passée de 635 DA à 580 DA.

En résumé, la MVA est restée négative sur les trois années en raison de la capitalisation boursière inférieure à la valeur comptable de l'entreprise. Les variations observées sont principalement dues aux changements dans la valeur comptable des capitaux propres et à l'évolution du prix de l'action sur le marché boursier.

### **3. Discussion des résultats et vérification des hypothèses de recherches :**

De ce qui précède, il est approprié de remarquer que le groupe « SAIDAL » n'arrive toujours pas à générer de la valeur, que ce soit à l'intérieur de l'entreprise (ce qui est indiqué par une EVA négative) ou sur le marché (mesuré par une MVA négative), et cela, peu importe comment la structure financière de l'entreprise est configurée. En d'autres termes, quelles que soient les décisions prises en matière de financement, « SAIDAL » ne parvient pas à créer de la valeur de manière efficace, que ce soit pour ses actionnaires internes ou pour les investisseurs extérieurs.

Le groupe « SAIDAL », choisit sa structure financière en privilégiant le financement par le biais de l'endettement plutôt que par le marché boursier, malgré son introduction en bourse. Cela signifie qu'au lieu de lever des fonds en émettant de nouvelles actions sur le marché boursier, le groupe se tourne davantage vers les prêts bancaires et l'endettement pour financer ses opérations et projets. Cette approche peut avoir plusieurs raisons, notamment le coût potentiellement moindre de l'endettement par rapport à l'émission d'actions, ou la préférence de la direction pour maintenir le contrôle de l'entreprise sans diluer la propriété des actionnaires existants.

Il est également noté que depuis son introduction en bourse, le groupe "SAIDAL" n'a pas augmenté son capital émis par le marché boursier. Cela signifie que l'entreprise n'a pas émis de nouvelles actions sur le marché boursier pour lever des fonds supplémentaires. Cela peut refléter une stratégie de gestion de la dilution de la propriété ou la confiance en la capacité de

l'entreprise à financer ses besoins de croissance par d'autres moyens, tels que l'endettement ou la génération de bénéfices internes.

Il est important de dire que la décision d'utiliser l'endettement plutôt que l'émission d'actions, ainsi que la fréquence des augmentations de capital, dépendent des objectifs financiers, de la stratégie de gestion et des conditions du marché spécifiques à l'entreprise.

D'après notre recherche nous constatons que le groupe « SAIDAL » maintient une solide indépendance financière, en s'appuyant exclusivement sur ses propres ressources tout au long de la période étudiée.

Les résultats obtenus renforcent notre première hypothèse, qui s'appuie sur les choix stratégiques du groupe "SAIDAL", tandis qu'ils réfutent la deuxième hypothèse relative à l'influence des facteurs microéconomiques et macroéconomiques, dont l'information ne nous a pas été communiquée par l'organisme d'accueil.

## **Conclusion**

L'objectif de ce dernier chapitre était de présenter le groupe SAIDAL en mettant en évidence les missions, les objectifs ainsi que son évolution et son évaluation.

À partir des résultats obtenus en analysant la structure financière de l'entreprise, nous constatons que cette dernière est en équilibre financier. Nous pouvons affirmer que le coût du capital est l'un des facteurs clés qui déterminent la structure financière de l'entreprise. Cela ne signifie pas la négligence des autres facteurs, comme la taille par exemple, par rapport au coût du capital. En ce qui concerne la création de valeur, le groupe SAIDAL n'a pas réussi à créer de valeur, ni au niveau interne, ni au niveau externe. Nous pouvons dire qu'elle est destructrice de valeur, et cela renvoie au fait que les décisions de financement du groupe reviennent à 80 % des décisions de l'État (le ministère de la santé qui impacte les décisions de financement).

# **Conclusion**

## **Générale**

---

## Conclusion générale

Au terme de cette recherche consacrée à l'analyse des déterminants de la structure financière des entreprises cotées en bourse et de leur impact sur la valeur, nous pouvons tirer plusieurs conclusions importantes. Ce mémoire a permis d'explorer les principales théories financières, les facteurs internes et externes influençant les décisions de financement des entreprises, ainsi que les modalités de financement utilisées en Algérie. Les deux hypothèses de travail formulées ont été examinées et discutées en lien avec le cas du Groupe SAIDAL.

Tout d'abord, il est clair que la structure financière des entreprises ne peut être attribuée à un seul facteur, mais découle d'une combinaison complexe de facteurs à la fois microéconomiques (propres à l'entreprise) et macroéconomiques (liés à l'entreprise, environnement économique). La taille de l'entreprise, son secteur d'activité, sa rentabilité, sa structure de coûts, ainsi que les conditions du marché financier, les taux d'intérêt, l'inflation et la réglementation gouvernementale ont tous un rôle à jouer dans les décisions de financement.

En ce qui concerne les modalités de financement en Algérie, il est clair que les entreprises ont diversifié leurs options, notamment en utilisant l'auto-financement qui est un indicateur de maturité et de performance financière. Une entreprise capable de générer des ressources internes dispose incontestablement d'une autonomie financière, et de crédit bancaire, le crédit-bail, et d'autres instruments financiers. Le marché financier a également été une source importante de financement pour les entreprises cotées en bourse.

Quant à l'impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise, il est évident que le choix de la structure financière a des conséquences significatives sur la performance et la valeur de l'entreprise. Cela dépend en partie des préférences des actionnaires et des investisseurs, ainsi que des opportunités d'investissement. Les entreprises doivent équilibrer la nécessité de financement externe avec les coûts associés à l'endettement et aux autres modalités de financement.

Enfin, les deux hypothèses de recherche ont été discutées en relation avec le Groupe SAIDAL. Il est apparu que la structure financière du groupe résulte de multiples facteurs à la fois stratégiques et liés au contexte économique. Cette conclusion met en évidence la complexité des décisions financières dans le monde des affaires.

Ce contribue ainsi à la mémoire académique en finance en explorant les déterminants de la structure financière des entreprises cotées en bourse et en mettant en lumière leur impact sur la

valeur. Les résultats obtenus apportent des recommandations pratiques aux entreprises qui cherchent à optimiser leur structure financière, tout en offrant une perspective utile aux investisseurs et aux décideurs économiques en Algérie.

En définitive, le choix de la structure financière est une décision cruciale pour toute entreprise cotée en bourse, car il a des implications profondes sur sa valeur et sa performance. Comprendre les facteurs qui influencent cette décision sont essentiels pour les acteurs du marché financier et contribuent à l'amélioration de la gestion financière des entreprises. Ce mémoire, en explorant cette question complexe, vise à apporter une contribution significative à la compréhension de la finance d'entreprise et à l'amélioration des pratiques financières des entreprises cotées en bourse en Algérie et au-delà.

Les limites de notre recherche, relative au non prise en compte d'un outil statistique tel que «la régression linéaire multiples » permettant de vérifier l'impact de chaque déterminant traité dans la partie théorique, sur le choix financier de l'entreprise, voire la structure du capital. Ceci constitue un future piste de recherche à l'avenir.

L'étude que nous avons menée sur les déterminants de la structure financière des entreprises cotées en bourse présente certaines limites, qui méritent d'être abordées en vue de recherches futures plus approfondies. L'une de ces limites réside dans le fait que nous n'avons pas utilisé d'outils statistiques avancés, tels que l'analyse de régression linéaire multiple, pour évaluer de manière quantitative l'impact de chaque déterminant que nous avons discuté dans la partie théorique sur les choix financiers des entreprises, y compris la structure du capital.

L'analyse de régression linéaire multiple aurait permis de quantifier l'influence de chaque facteur sur les décisions de financement des entreprises, en prenant en compte simultanément l'effet de plusieurs variables explicatives. Cela aurait offert une perspective plus rigoureuse et approfondie pour évaluer comment ces déterminants interagissent et contribuent à façonner la structure financière des entreprises cotées en bourse.

En utilisant des méthodes statistiques avancées, nous aurions pu déterminer quels déterminants ont un effet significatif sur la structure financière et dans quelle mesure. Cela aurait également permis d'identifier d'autres facteurs potentiels qui n'ont peut-être pas été pris en compte dans notre analyse initiale.

L'utilisation de l'analyse de régression linéaire multiple aurait apporté une dimension quantitative plus approfondie à notre recherche, permettant une meilleure compréhension des

relations entre les déterminants et les choix financiers des entreprises. Cela représente donc une piste de recherche prometteuse pour des études futures dans ce domaine, offrant la possibilité d'approfondir notre compréhension des mécanismes sous-jacents qui influencent la structure financière des entreprises cotées en bourse.

Les résultats obtenus confirment notre première hypothèse, mais réfutent la deuxième hypothèse, principalement en raison de l'absence de données sur les facteurs micro et macro-économiques qui n'ont pas été communiqués par l'organisme d'accueil.

# **Bibliographie**

---

**Ouvrages**

- 1- Allen, F., & Douglas, G. (2000). "Comparer les systèmes financiers". Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- 2- BARREAU. J et DELAHAYE. J, « Gestion financière », Edition DUNOD, 12<sup>ème</sup> édition, Paris, 2003.
- 3- BOGLIOLO F., « Des stratégies créatrices de valeur », les cahiers entreprise et finances, 1998.
- 4- C. Hoarau, R. Teller, « création de valeur et management de l'entreprise », édition Vuibert, Paris, 2001.
- 5- COHEN Elie, « Analyse économique et financier », Edition Economica, Paris, 2006.
- 6- Conso P, Hamici F, « Gestion financière de l'entreprise » Edition Dunod, 10eme édition, paris.
- 7- COURET Alain et MEDUS Jean-Louis, « Les augmentations de capital », Edition Economica, Paris, 1994.
- 8- DEGOS Jean Guy et GRIFFITHS Stéphanie, «gestion financière de l'analyse à la stratégie»,7ème édition, Erolles, 2011.
- 9- Fatimata LY-BARO « Structure Financière de l'Entreprise » Economica 2002.
- 10- G. DEPALLENS et J.J. JOBARD, Gestion financière de l'entreprise. 11éd. Dunod, Paris, 1997.
- 11- JOUABERT KaoutherSnoussi et RIGOBERT Marie-joséphe, « Finance d'entreprise », Edition DUNOD, Paris, 2007.
- 12- KOUAO Guy Serge, « Incidence des facteurs institutionnels dans l'évolution de la structure financière des entreprises », economica, Paris.
- 13- LEASSEURM et QUITANTA « Finance économie », édition Pearson, Paris 1990.
- 14- LUC Bernet- Rolland, « Principes de technique bancaire », Edition DUNOD (22ème), Paris, 2002.
- 15- Michael C. Jensen & William H. Meckling dans leur célèbre article intitulé "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure" publié en 1976 dans le Journal of Financial Economics.
- 16- Olivier Colot, Mélanie Croquet « les déterminants de la structure financière des entreprises belges », revue Reflets et perspectives de la vie économique 2007.

- 
- 17- Pierre Vernimmen : « Politique financière de l'entreprise », Encyclopédie de gestion sous la direction de Yves Simon-Patrick Joffre, Economica, 1997. Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics*.
- 18- PIGET Patrick, « gestion financière de l'entreprise », édition economica, Paris, 1998.
- 19- R. Gillet, « finance d'entreprise, finance de marché, diagnostic financier », édition Dalloz, 1994.

### Articles

- 1- About M : « Le prêt participatif : ce qu'il faut savoir », article publié le 26/02/2014 sur tout savoir sur la Création d'entreprise.
- 2- Assounassima "L'endettement est-il un moyen d'ajustement entre les Besoins et les ressources ou un levier créateur de valeur ? ».
- 3- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). "Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns." *Journal of Finance*, 61(4).
- 4- BELLEANTE et all « Finance des PME : quels champs pour quels enjeux », revue internationale PME, 1995.
- 5- Inès Zekri. L'IMPACT DE LA DÉCISION DE FINANCEMENT SUR LA PERFORMANCE DEL'ENTREPRISE MESURÉE PAR LA VALEUR ÉCONOMIQUE AJOUTÉE (EVA). Comptabilité Et Connaissances May 2005, France.fhshs-00581297ff.
- 6- Jensen & Meckling, «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure » *Journal Of Financial Economics*, Vol.3, 1976.
- 7- Loughran, T., & Ritter, J. R. (2002). "Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?" *Journal of Financial Economics*, 65(3).
- 8- MODIGLIANI & MILLER. 1958. Vole 48 & 48, n° 3 « The cost of capital, corporation finance and theory of investment » *The American Economic Review*.
- 9- Modigliani F. ET Miller M.H "Corporate income tax and the cost of capital: a correction" *American economic review*, Vol 53, 1963.
- 10- Myers, S. C. (1984). "The Capital Structure Puzzle." *Journal of Finance*, 39(3).
- 11- Pierre Conso et Farouk Hemici, *Gestion Financière de l'entreprise*, édition Dunod, 11eme édition, 2005.

- 12- Pierre Facon : « le compte courant d'associé », article publié le 10/10/2016 sur le coin des entrepreneurs.
- 13- Pierre vernimmen « finance d'entreprise » Dalloz, Paris, 2014.
- 14- Robert COBBAUT : « Théorie financière », Ed ECONOMICA, Belgique, 1997.
- 15- Ross 1977 “the determination of financial structure, the incentive –Signaling Approach “Bell Journal of economics. Vol 8.

**Thèses**

- 1- BOUAYAD Brahim et ELIDRISSI Ali. 2013, « Déterminants de la structure financière et réaction du marché boursier aux décisions de financement ».
- 2- HAFID BELGHITI « Les déterminants de la structure du capital » Université du QUEBEC A MONTREAL. 2006.

**Mémoires**

- 1- Nabil T. KHOURY et Epharim MEDINA « La structure du capital, une synthèse des orientation théoriques et empiriques de la dernière décennie », volume 61, numéro 3, septembre 1985.
- 2- R. Belaid, N. Ourrad: «Effet de coût du capital sur la structure Financière de l'entreprise« Cas de l'entreprise SAIDAL » », mémoire de master, l'université Mouloud Mammeri De Tizi-Ouzou, 2020.
- 3- SYLLA Mahamadou et GUEY Khadim Dieye « L'analyse de la structure financière comme instrument d'aide à une gestion rationnelle d'une entreprise » mémoire de fin d'études UMMTO 2018.

**Autre documents**

- 1- Cours : Stratégie financière, Cours n°04: Le coût du capital, Master 02 réalisé par Mme : ASSOUS NASSIMA, p : 33, 2022-2023.
- 2- Cours : Théorie Financière, 1<sup>ère</sup> année Master SF, Réalisé par Mme ASSOUS N. Théorie financière traditionnelle, UMMTO 2021/2022.
- 3- Document interne disponible sur le site de SAIDAL.
- 4- L. Fekkak : « chapitre II : modalités du choix de financement », cours de Gestion financière/ S5.

## Webographie

- 1- <http://www.eurodit.org/fr/revues/ipme/2012-v25-n2-ipme0600/1015801ar.pdf>.
- 2- <https://www.cairn.info/revue-reflets-et-perspectives-de-la-vie-economique-2007-2>.
- 3- <https://www.mazars.fr/Accueil/Services/Financial-Advisory/Glossaire-Definition/M/MEDAF>.
- 4- La bourse et le financement des entreprises' DESSINEMOILECO.COM.
- 5- [www.erudit.org](http://www.erudit.org)« Les déterminants de la structure financière » publié le 28 mai 2013.
- 6- [www.études-et-analyses.com](http://www.études-et-analyses.com)«Théorie financière de signalisation», publié Mai 2007.

# **Annexes**

# **Table des matières**

---

<b>Remerciements</b>	
<b>Dédicaces</b>	
<b>Sommaire</b>	
<b>Liste des abréviations</b>	
<b>Liste des figures</b>	
<b>Liste des tableaux</b>	
<b>Introduction générale</b> .....	<b>1</b>

**Chapitre 1: Les fondements théoriques des décisions de financement**

Introduction .....	7
<b>Section 01 : L'apport des théories traditionnelles de Modigliani et Miller</b> .....	<b>8</b>
1. Principe de neutralité selon MODIGLIANI et MILLER .....	9
1.1. La non pertinence de la structure de capital .....	9
1.2. Démonstration de la première proposition de Modigliani et Miller en absence d'impôt .....	10
2. Principe de non neutralité de Modigliani et Miller 1963 .....	12
2.1. La solution traditionnelle adoptée par Modigliani et Miller après la critique de leur modèle établi en 1958 .....	12
2.2. Démonstration de la première proposition de Modigliani et Miller en présence d'imposition .....	14
3. L'accroissement de l'effet de levier et son influence sur le coût du capital selon la deuxième proposition de Modigliani et Miller .....	16
3.1. Rendement des actifs économiques ( $R_a$ ) .....	16
3.2. Rendement requis de la dette ( $R_d$ ) .....	16
3.3. Rendement des capitaux propres à effet de levier ( $R_c$ ) .....	16
4. Le lien entre les travaux de Modigliani et Miller et le MEDAF .....	18
<b>Section 02 : La structure financière selon les nouvelles théories de financement</b> .....	<b>20</b>
1. L'apport de la théorie de compromis et les travaux de Modigliani et Miller (L'arbitrage) .....	20
2. L'apport de l'asymétrie de l'information à la structure financière .....	21
2.1. La théorie de signal .....	21
3. L'apport de la théorie de l'agence à la structure financière .....	23
3.1. La théorie de l'agence .....	23
3.2. La théorie d'agence et la structure financière .....	23

4.	Théorie des préférences hiérarchisé de la structure financière .....	26
4.1.	Théorie du financement hiérarchique et la structure financière des entreprises ..	26
5.	L'apport de la théorie market timing a la structure financière .....	27
<b>Section 03: Théories stratégiques de la structure de financement .....</b>		<b>30</b>
1.	Impact de l'effet de levier sur la structure financière .....	30
1.1.	Définition de l'effet de levier .....	31
1.2.	Calcul de l'effet de levier .....	31
1.3.	Avantage de l'effet de levier sur la structure financière .....	32
1.4.	Limites de l'effet de levier .....	33
2.	L'influence du coût de capital sur la structure financière .....	33
3.	L'influence du coût de faillite sur la structure financière des entreprises .....	36
3.1.	Définition coût de faillite .....	36
3.2.	Quantification des coûts de faillite .....	36
Conclusion .....		37

## Chapitre 2: Identification des facteurs de la structure du capital

Introduction .....		40
<b>Section 01 : Les facteurs influençant le choix d'une structure du capital .....</b>		<b>41</b>
1.	Principes de la structure financière .....	41
1.1	Définition de la structure financière .....	42
1.2.	Objectifs de la structure financière .....	43
1.3.	L'importance de la structure financière .....	43
2.	Les facteurs déterminant le choix d'une structure du capital .....	44
2.1.	Le rôle des facteurs microéconomiques dans la détermination de la structure financière .....	45
2.1.1.	L'influence de « La taille de l'entreprise » dans le choix de financement ..	45
2.1.2.	L'âge de l'entreprise et son influence sur le choix de financement .....	46
2.1.3.	Lien entre les opportunités de croissance et les sources de financement ..	46
2.1.4.	Le poids de la tangibilité de l'actif .....	47
2.1.5.	L'influence du rendement réalisé .....	47
2.1.6.	L'importance du risque en cours .....	48
2.2.	Le rôle des facteurs macro économiques dans la détermination de la structure financière .....	49
2.2.1.	Le taux d'intérêt .....	49

2.2.2. L'inflation.....	49
2.2.3. L'impact des crises sur le choix de la structure financière.....	50
2.2.4. Les conditions de marché boursier comme facteurs externe.....	50
<b>Section 02 : Modalités de financement comme composante essentielle de la structure financière .....</b>	<b>51</b>
1. Financement par fonds propres et quasi propres .....	51
1.1. Financement par fond propres.....	51
1.1.1. L'autofinancement.....	52
1.1.2. La cession des actifs immobilisés.....	53
1.1.3. Augmentation du capital.....	53
1.1.3.1.L'apport en numéraires.....	54
1.1.3.2.L'apport au nature.....	54
1.1.3.3.La conversion de créances.....	55
1.1.3.4.L'incorporation de réserves.....	55
1.1.4. Les cessions bails.....	56
1.2. Financement par quasi fonds propres.....	56
1.2.1. Les titres participatifs.....	56
1.2.2. Les prêts participatifs.....	57
1.2.3. Les subventions d'investissement.....	57
1.2.4. Les comptes courants bloqués d'associés .....	57
2. Financement par endettement .....	57
2.1. Emprunt bancaire.....	58
2.1.1. Le crédit à court terme.....	58
2.1.2. Les crédits à moyen terme.....	58
2.1.3. Le crédit à long terme.....	59
2.2. Les emprunts obligataires.....	60
3. Financement par ouverture du capital .....	62
3.1. Financement par capital risque.....	62
3.2. Financement via le marché boursier.....	63
<b>Section 3 : Lien entre décisions de financement et la valeur de l'entreprise .....</b>	<b>65</b>
1. Effets de financement par fonds propres sur la valeur de l'entreprise .....	65
1.1. Effets sur la valeur intrinsèque.....	65
1.1.1. Définition de la valeur de l'entreprise.....	65
1.1.2. Définition de la valeur intrinsèque.....	66

1.1.3. Les indicateurs de mesure de EVA.....	66
1.1.3.1. Définition et mesure de l'EVA.....	66
1.1.3.2. Le financement par fond propres et Eva.....	68
1.1.3.3. Financement par dettes financières (DF) et EVA.....	69
1.2. Valeur boursière.....	70
1.2.1. Définition de MVA.....	70
1.2.2. Interprétation de la MVA.....	71
2. Effets de financement par endettement sur la valeur de l'entreprise .....	71
2.1. Effet de levier d'endettement.....	71
2.2. Interprétation.....	72
2.3. Les effets positifs de l'endettement sur la valeur.....	72
2.4. Les effets négatifs de l'endettement sur la valeur de l'entreprise.....	73
Conclusion .....	74

### **Chapitre 3: Le cas du groupe saidal comme illustration des développements théoriques**

Introduction .....	76
--------------------	----

#### **Section 01: Présentation et organisation du groupe industriel SAIDAL .....**

1. Présentation du groupe SAIDAL .....	76
2. Missions .....	77
3. Objectifs .....	77
4. L'évolution du groupe SAIDAL .....	78
5. Les sites de production.....	79
6. Filiales du Groupe SAIDAL.....	80
6.1 Filiale BIOTIQUE.....	80
6.2 Filiale PHARMAL.....	80
6.3 Filiale ANTIBIOTIQUE (Médéa).....	81
7. Organigramme du groupe SAIDAL.....	82
8. Origine d'introduction en bourse.....	83
9. Evolution récente du groupe SAIDAL.....	83
10. Evaluation du Groupe.....	84

#### **Section 02 : Analyse de la structure financière de l'entreprise SAIDAL .....**

1. Présentation du bilan consolidé des filiales du Groupe et participations minoritaires [2017-2018-2019] .....	86
1.1. Actif du bilan (Consolidé Groupe).....	86

1.2. Le passif du bilan (Consolidé Groupe).....	90
2. L'analyse de la structure financière du Groupe SAIDAL par les équilibres financiers .....	93
2.1. Le fonds de roulement net global (FRNG).....	93
2.2. Besoin en Fonds de Roulement (BFR).....	94
2.3. La Trésorerie Nette (TN).....	95
3. Les ratios de structure financière .....	95
3.1. Ratio d'autonomie financière.....	96
3.2. Ratio d'endettement global.....	96
3.3. Ratio de solvabilité.....	97
4. Évolution de la structure financière .....	98
<b>Section 03 : Les facteurs influençant la structure financière du Groupe SAIDAL .....</b>	<b>100</b>
1. Calcul du coût du capital de SAIDAL .....	101
1.1. Coût des fonds propres.....	101
1.2. Coût de la dette.....	102
1.3. Détermination de CMPC.....	103
2. La mesure de création de valeur .....	104
2.1. La sélection des indicateurs de mesure.....	104
2.2. Calcul de l'EVA.....	105
2.3. Calcul de MVA.....	107
3. Discussion des résultats et vérification des hypothèses de recherches.....	109
Conclusion.....	110
<b>Conclusion générale .....</b>	<b>112</b>
<b>Bibliographie</b>	
<b>Annexes</b>	
<b>Tables des matières</b>	
<b>Résumé</b>	

## Résumé

La structure financière des entreprises a subi une évolution au cours de ces dernières décennies, évoluant d'une approche traditionnelle vers une approche plus moderne. Cette recherche, intitulée « Les Facteurs déterminant la Structure Financière des Entreprises Cotées en Bourse », a pour objectif d'explorer les déterminants qui guident les choix financiers des entreprises cotées en bourse. En parallèle, elle se penche sur l'impact des décisions financières sur la valeur de ces entreprises. L'analyse s'étend sur une période de trois ans, allant de 2017 à 2019, et se concentre spécifiquement sur le Groupe SAIDAL en tant qu'exemple concret.

Notre étude est faite à travers l'analyse financière, dans laquelle nous avons traité les différents indicateurs de l'équilibre financier, de ratios financiers, ainsi que de l'évaluation du coût du capital. Il est ressorti de cette analyse que, premièrement, l'entreprise SAIDAL maintient un équilibre financier solide. Deuxièmement, les ratios liés à la structure financière, à la liquidité et à la solvabilité démontrent des performances satisfaisantes.

L'analyse des indicateurs de valeur intrinsèque (EVA) et de la valeur boursière (MVA) a cependant révélé que l'entreprise SAIDAL est destructrice de la valeur, aussi bien en interne qu'au niveau externe. En examinant les facteurs qui influencent la structure financière de l'entreprise SAIDAL, les résultats indiquent que ses choix stratégiques peuvent également influencer la structure de l'entreprises.

**Mots clés :** structure financière, théorie financière, effet de levier, autofinancement, endettement, EVA, MVA.

## Abstract

The financial structure of companies has evolved over the last few decades, moving from a traditional to a more modern approach. The aim of this research, entitled "Factors determining the financial structure of listed companies", is to explore the determinants that guide the financial choices of listed companies. At the same time, it examines the impact of financial decisions on the value of these companies. The analysis covers a three-year period, from 2017 to 2019, and focuses specifically on the SAIDAL Group as a concrete example.

Our study is carried out through financial analysis, in which we have dealt with the various indicators of financial equilibrium, financial ratios, as well as the evaluation of the cost of capital. It emerged from this analysis that, firstly, SAIDAL maintains a solid financial balance. Secondly, the ratios relating to financial structure, liquidity and solvency show satisfactory performances.

However, analysis of the intrinsic value (EVA) and market value (MVA) indicators revealed that SAIDAL is a value destroyer, both internally and externally. By examining the factors that influence the financial structure of SAIDAL, the results indicate that its strategic choices can also influence the structure of the firm.

**Key words:** financial structure, FINANCIAL theory, leverage, self-financing, indebtedness, EVA, MVA.

## Résumé

La structure financière des entreprises a subi une évolution au cours de ces dernières décennies, évoluant d'une approche traditionnelle vers une approche plus moderne. Cette recherche, intitulée « Les Facteurs déterminant la Structure Financière des Entreprises Cotées en Bourse », a pour objectif d'explorer les déterminants qui guident les choix financiers des entreprises cotées en bourse. En parallèle, elle se penche sur l'impact des décisions financières sur la valeur de ces entreprises. L'analyse s'étend sur une période de trois ans, allant de 2017 à 2019, et se concentre spécifiquement sur le Groupe SAIDAL en tant qu'exemple concret.

Notre étude est faite à travers l'analyse financière, dans laquelle nous avons traité les différents indicateurs de l'équilibre financier, de ratios financiers, ainsi que de l'évaluation du coût du capital. Il est ressorti de cette analyse que, premièrement, l'entreprise SAIDAL maintient un équilibre financier solide. Deuxièmement, les ratios liés à la structure financière, à la liquidité et à la solvabilité démontrent des performances satisfaisantes.

L'analyse des indicateurs de valeur intrinsèque (EVA) et de la valeur boursière (MVA) a cependant révélé que l'entreprise SAIDAL est destructrice de la valeur, aussi bien en interne qu'au niveau externe. En examinant les facteurs qui influencent la structure financière de l'entreprise SAIDAL, les résultats indiquent que ses choix stratégiques peuvent également influencer la structure de l'entreprises.

**Mots clés :** structure financière, théorie financière, effet de levier, autofinancement, endettement, EVA, MVA.

The financial structure of companies has evolved over the last few decades, moving from a traditional to a more modern approach. The aim of this research, entitled "Factors determining the financial structure of listed companies", is to explore the determinants that guide the financial choices of listed companies. At the same time, it examines the impact of financial decisions on the value of these companies. The analysis covers a three-year period, from 2017 to 2019, and focuses specifically on the SAIDAL Group as a concrete example.

Our study is carried out through financial analysis, in which we have dealt with the various indicators of financial equilibrium, financial ratios, as well as the evaluation of the cost of capital. It emerged from this analysis that, firstly, SAIDAL maintains a solid financial balance. Secondly, the ratios relating to financial structure, liquidity and solvency show satisfactory performances.

However, analysis of the intrinsic value (EVA) and market value (MVA) indicators revealed that SAIDAL is a value destroyer, both internally and externally. By examining the factors that influence the financial structure of SAIDAL, the results indicate that its strategic choices can also influence the structure of the firm.

**Key words:** financial structure, FINANCIAL theory, leverage, self-financing, indebtedness, EVA, MVA.