



RÉPUBLIQUE ALGÉRIENNE DÉMOCRATIQUE ET  
POPULAIRE



MINISTÈRE DE L'ENSEIGNEMENT SUPÉRIEUR ET DE  
LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE

UNIVERSITÉ MOULOUD MAMMARI DE TIZI-OUZOU FACULTÉ DES SCIENCES  
ÉCONOMIQUES, COMMERCIALES ET DES SCIENCES  
DE GESTION

DÉPARTEMENT DES SCIENCES FINANCIÈRES ET COMPTABILITÉ

# MÉMOIRE

EN VUE DE L'OBTENTION DU DIPLÔME DE MASTER EN SCIENCES  
FINANCIÈRES ET COMPTABILITÉ

Option : Finance d'entreprise.

Sujet :

L'impact de la politique de financement  
sur la création de valeur : Cas de  
BIOPHARM

Réalisé par :

-ABDI Manal.

-SELMANI Mélissa.

Encadré par :

-Mme : ASSOUS Nassima.

Promotion: 2020

## *Remerciements*

Nous remercions tout d'abord Dieu le tout puissant de nous avoir donné la force, la patience et la volonté d'acheminer ce travail.

Nous tenons à exprimer nos sincères reconnaissances et nos vifs remerciements à tous ceux qui ont contribué de près ou de loin à l'élaboration de ce travail.

Toutes nos profondes gratitudee à notre enseignante et encadrante **Madame ASSOUS Nassima** pour sa gentillesse, son suivi durant la réalisation de ce mémoire et le temps qu'elle nous a dévoué dans une atmosphère de confiance.

Nous adressons nos remerciements aux membres du jury de nous avoir fait l'honneur de participer à la soutenance afin de nous évaluer.

Enfin, nous adressons nos plus sincères remerciements à nos parents, et à tous nos proches et amis qui nous ont toujours encouragés au cours de la réalisation de ce mémoire.

On vous remercie infiniment.

## Dédicaces

*Avec l'expression de ma reconnaissance, je dédie ce travail à ceux qui, quels que soient les termes embrassés, je n'arriverai jamais à leur exprimer mon amour sincère et ma gratitude.*

- ❖ *A mon support dans ma vie, à ma précieuse offre de dieu, à celui qui m'a appris, dirigée et soutenue : **Mon père.***
  
- ❖ *A la femme qui a souffert sans me laisser souffrir, qui n'a jamais dit non à mes exigences et qui n'a épargné aucun effort pour me rendre heureuse, à ma raison de vivre : **Ma mère.***
  
- ❖ *À mon frère "Yanis" que j'aime tant et auquel je souhaite beaucoup de réussite.*
  
- ❖ *À mon cher fiancé "Kader" et à sa famille, qui n'ont pas cessé de me conseiller, encourager et soutenir tout au long de mes études.*
  
- ❖ *À ma camarade de travail "Manal", pour son soutien moral, sa patience et sa compréhension tout au long de ce projet.*
  
- ❖ *À mes amis.*

*Je vous remercie tous d'être à mes côtés et de croire en moi.*

*Que dieu vous protège et vous offre la chance et le bonheur.*

**Selmani Melissa**

## **Dédicaces**

*Je dédie ce modeste travail*

❖ **À mes chers parents**, qui ont consacré leurs existences à bâtir la mienne,

*C'est avec émotion que je leur exprime toute mon affection, et mon profond respect. Puisse ce travail être la récompense de vos soutiens moraux et sacrifices.*

❖ **À mes chers frères** "Remdhan, kamel et Anis"

*Les plus dignes de mon estime et de mon respect.*

❖ **À mes chères sœurs** "Sabrina, Lamia et Nassima"

*Les yeux attentifs et compréhensifs.*

❖ **À mes grand-mères,**

*Dieu vous prête longue vie, santé et bonheur.*

❖ **À ma chère camarade de travail** "Mélissa", pour sa compréhension, soutien et gentillesse.

❖ **À tous les membres de ma famille et mes amis** qui ont contribué de près ou de loin pour la réalisation de ce travail.

*Que dieu vous garde et vous offre la chance et le bonheur.*

**ABDI Manal**

## Sommaire

<b>Introduction générale</b> .....	1
<b>Chapitre 1 : Les fondements théoriques et notionnels de la politique de financement et ses effets sur la valeur de l'entreprise.</b>	
<b>Section 1 : Les apports anciens et récents de la théorie financière</b> .....	4
<b>Section 2 : La politique de financement et structure financière</b> .....	19
<b>Chapitre 2 : Le lien entre la politique de financement et la performance financière envisagée sous l'angle de la création de valeur.</b>	
<b>Section 1 : L'impact de la politique de financement sur la performance financière</b> .....	31
<b>Section 2 : Mesures et indicateurs de création de valeur</b> .....	43
<b>Chapitre 3 : Cas de l'entreprise comme illustration des développements théoriques.</b>	
<b>Section 1 : Présentation et historique de l'entreprise Biopharm</b> .....	58
<b>Section 2 : L'analyse de la politique de financement et de la création de valeur au sein de l'entreprise pharmaceutique Biopharm</b> .....	69
<b>Conclusion générale</b> .....	89
<b>Bibliographie</b> .....	92
<b>Liste des Tableaux et des figures</b> .....	96
<b>Liste des abréviations</b> .....	98
<b>Annexes</b> .....	100
<b>Table de matières</b> .....	118

## INTRODUCTION GÉNÉRALE

---

La finance consiste à analyser toutes les décisions importantes qui surviennent au sein des entreprises, elle garantit aussi que le capital de cette dernière est bien investi de façon rentable. C'est donc à elle, que revient la responsabilité de donner à l'entreprise l'opportunité et les moyens de se développer.

Sur le plan économique la contribution de l'entreprise joue un rôle crucial du fait que sa performance influence directement la croissance économique du pays<sup>1</sup>.

En effet, L'entreprise est une unité économique, autonome qui combine des moyens humains et matériels en vue de produire des biens et services destinés à la vente dans l'objectif principal la création de valeur. Durant son activité elle peut prendre trois décisions importantes sur le long terme à savoir la décision d'investissement, de financement et la décision de répartition des bénéfices.

La logique qui sous-tend le raisonnement financier pour appréhender les décisions financières est articulée autour des notions de création de valeur<sup>2</sup>.

Cependant la création de valeur consiste, d'une part, à accroître la productivité de l'entreprise et, d'autre part, à rechercher une croissance durable et rentable. Elle doit faire partie intégrante de la stratégie de l'entreprise. L'intérêt principal comme nous venons de le voir, est d'accroître les profits des dirigeants et la satisfaction des clients. Elle ne se résume pas uniquement à cela : il s'agit d'une véritable stratégie de fonds qui, lorsqu'elle est bien menée, permet d'assurer la pérennité de l'entreprise.

Le véritable objectif de l'entreprise sera celui de créer suffisamment de valeur, en actionnant une multitude de leviers, afin de lui permettre de durer dans le temps et de s'imposer face aux concurrents. Mais dans tous les cas, l'entreprise doit disposer d'une politique financière susceptible de garantir sa solvabilité et sa rentabilité.

L'appréciation de la politique de financement est à la lumière des diverses formes de performances souhaitées s'avère impérieuse pour maintenir l'équilibre du système financier.

C'est pourquoi, notre préoccupation est de nous interroger sur les performances d'une entreprise, ses moyens financiers, matériels et de technicité appropriés pour mener à bien sa mission.

---

<sup>1</sup> ASSOUS Nassima, « l'impact des décisions financières sur la création de valeur au sein des entreprises publiques Algérienne cotées à la bourse d'Alger », Cas de SAIDAL et l'E.G.H-AURASSI. Thèse de doctorat Juin 2015, P 2. UMMTO.

<sup>2</sup> Gérard Charreaux « Finance d'entreprise », 2<sup>ème</sup> édition EMS, Paris, 2000, P 38.

## INTRODUCTION GÉNÉRALE

---

La politique de financement est l'ensemble des décisions financière relatives à l'affectation des fonds dans les actifs acycliques. Mais elle intéresse aussi le court terme pour apprécier les besoins en fonds de roulement nécessaires que présente l'entreprise et les différentes possibilités de couverture de ces derniers. Elle est la conduite des affaires de l'entreprise pour ce qui concerne ses aspects financiers structurels, elle consiste à préparer et à prendre des décisions utiles en vue d'atteindre l'objectif de maximisation de la richesse

Tout politique devrait être menée dans l'objectif de maintenir un équilibre satisfaisant de la structure financière de l'entreprise tout en optimisant la rentabilité de l'actionnaire.

### **Problématique et hypothèses**

Une des finalités de l'entreprise est effectivement de générer un bénéfice, qui permet à la fois de rémunérer les actionnaires via les dividendes et de contribuer à l'autofinancement. Toutefois, Il n'est dès lors plus possible de définir la politique financière par un seul objectif général la maximisation du profit ou de la valeur de l'entreprise <sup>3</sup> et ce n'est pas parce qu'une entreprise est bénéficiaire qu'elle crée de la valeur, en effet, la création de valeur est étroitement liée à la fois à la rentabilité des investissements et à la rentabilité des capitaux investis par les actionnaires.

Ainsi, nous posons la question suivante : **La politique de financement influence-t-elle la création de valeur au sein de l'entreprise BIOPHARM ?**

De cette question découle plusieurs sous questions :

- Qu'est-ce qu'une politique de financement ? Quel est son rôle ?
- Quel-est l'impact de la politique financière d'une entreprise sur sa performance financière ?
- Qu'est-ce que la création de valeur ? Comment se mesure-t-elle ?

Pour répondre à ces questions, nous avons mis en place les hypothèses suivantes :

**H1** : La politique financière d'une firme est flexible, elle résulte du choix de l'investissement et du mode de financement qui convient.

**H2** : Le choix d'une politique de financement influence considérablement la création de valeur de Groupe BIOPHARM.

### **Objectif de la recherche :**

Notre recherche a pour objectif : l'analyse de la politique financière d'une entreprise, et son impact sur sa création de valeur. De plus elle vise à énumérer les différents modes de

---

<sup>3</sup>HEREVE HUTIN, « Toute la finance », Ed ORGANISATIONS, 4ème Ed, Paris, 2010, P321.

## INTRODUCTION GÉNÉRALE

---

financement que l'entreprise peut choisir et déterminer le choix d'une politique financière adéquate pour la croissance de l'entreprise.

L'entreprise à étudier est BIOPHARM, qui est un groupe industriel et commercial privé qui a investi depuis 1992, à la faveur de l'ouverture du secteur pharmaceutique aux initiatives privées, dans la production, la distribution et la promotion des produits pharmaceutiques en Algérie, qui s'est introduit à la bourse d'Alger depuis 2016

### **Choix du thème :**

Le choix de sujet est justifié par sa relation directe avec notre spécialité à savoir « Finance d'entreprise », car nous estimons que cela nous permettra d'acquérir des connaissances pertinentes pour comprendre le choix de la politique de financement de BIOPHARM, et d'estimer l'influence de cette politique sur la performance et par conséquent la création de valeur de cette entreprise, cela d'une part. D'autre part, nous envisageons de présenter notre mémoire de fin d'étude tout en orientant notre savoir-faire vers des perspectives d'avenir dans le champ d'équilibre financier d'une entreprise.

### **Méthodologie de recherche**

Pour réussir notre travail, nous avons suivi une double démarche méthodologique :

- La démarche descriptive qui se traduit par **une recherche bibliographique** basée sur différents ouvrages et revues économiques de plusieurs universités, lesquels nous ont permis établir **un cadre théorique**.
- La démarche analytique consiste en **une recherche empirique** basée sur la notice d'information, les états financiers et les rapports publiés par l'entreprise BIOPHARM.

### **Structuration du travail de recherche :**

Pour mener à bien notre recherche, nous avons structuré notre mémoire en trois chapitres :

Le premier chapitre portera sur les fondements théoriques et notionnels de la politique de financement et de la valeur de l'entreprise.

Le second traitera de la relation entre la politique et la performance financière au sein d'une entreprise mais aussi des différents indicateurs de mesure de valeur.

Quant au troisième et dernier chapitre, il sera consacré à la mise en application des connaissances théoriques en s'intéressant à la présentation de l'entreprise, et à l'étude pratique de la politique de financement sur la création de valeur au sein de BIOPHARM.

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

## *Introduction :*

L'entreprise est une structure économique et sociale, financièrement indépendante, produisant des biens et des services destinés à un marché concurrentiel ou monopolistique. Elle constitue l'unité fondamentale de l'économie de marché. Tout au long de son existence, d'abord lors de sa création, puis pour assurer son fonctionnement et son développement, l'entreprise a besoin de fonds. Elle doit se doter d'un outil de production et financer son cycle d'exploitation, notamment ses stocks et ses créances clients. Le financement de l'entreprise désigne l'ensemble des ressources qu'elle doit se procurer pour faire face à ses besoins. Les ressources, très diverses, peuvent être regroupées en deux catégories ; les capitaux propres et les capitaux empruntés. La manière de combiner les différents moyens de financement est un élément de la stratégie financière qui a des conséquences directes sur la situation économique de l'entreprise, notamment sa valeur, sa solvabilité, sa rentabilité et son risque.

Le choix d'une politique de financement consiste à déterminer le cadre de référence de décisions financières en accord avec la politique générale de l'entreprise. Aussi, elle permet de hiérarchiser les priorités, de sélectionner les décisions et de définir les objectifs. Elle va déterminer la configuration de la structure financière de l'entreprise, laquelle va se traduire par un certain coût du capital.

Dans le premier chapitre, nous tâcherons de présenter de manière synthétique les notions essentielles et les fondements théoriques de la politique de financement des entreprises. Ainsi la documentation consultée nous a permis d'effectuer un classement en deux sections distinctes. Les apports anciens et récents de la théorie financière feront l'objet de la première section, et la deuxième sera consacrée à la présentation de la politique de financement et la structure financière.

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

## *Section 1 : Les apports anciens et récents de la théorie financière*

L'objet de cette section est tout d'abord de montrer les évolutions profondes des approches théoriques de la pensée financière puis de faire l'inventaire des apports actuels et potentiels de la théorie financière.

### **1. La finance académique avant 1958 :**

Dans la seconde édition de son célèbre manuel “ *Financial Management and Policy* ” paru il y a vingt ans, J. Van Horne distinguait les étapes principales suivantes dans l'évolution de la finance<sup>1</sup>, en tant que discipline académique aux États-Unis. Ces étapes reflètent également l'évolution de la recherche en finance. En résumé, les propos de Van Horne étaient les suivants. La finance comme discipline séparée de l'économie apparaît au début du siècle, et son contenu principalement recouvrait alors les instruments, les institutions et les procédures utilisés sur les marchés financiers. La seconde étape se situe vers 1920. L'innovation technologique et l'émergence de nouvelles industries entraînent alors un accroissement des besoins de fonds des entreprises. Il en résulte un intérêt renforcé pour les sources de financement et la liquidité ; l'attention se porte sur la description des méthodes de financement externe au détriment de la gestion financière interne de l'entreprise. La Grande Dépression due à la crise de 1929 marque le début d'une troisième étape où la finance se focalise sur les aspects financiers de la survie, notamment la préservation de la liquidité, les décisions de faillite et de redressement. La préoccupation principale était liée à la protection du prêteur et la réglementation financière en matière de publication de documents financiers date de cette époque. Durant les années 40 et le début des années 50 l'approche traditionnelle, centrée sur le point de vue des partenaires externes, prêteur ou investisseur, est principalement descriptive. La décennie suivante est caractérisée par l'intérêt porté aux méthodes de choix des investissements. ; Les préoccupations des financiers d'entreprise s'élargissent pour inclure la décision d'investissement. De cette époque datent également la création des modèles d'évaluation et l'apparition de relations entre la gestion financière et l'analyse des titres, domaines jusqu'alors séparés. Incidemment, la création du *Journal of Finance* se situe en 1946.

---

<sup>1</sup> Van Horne « *Financial Management and Policy* » 2<sup>ème</sup> édition Prentice-Hall, 1972, p. 4 et 5, consulté sur le site : <https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2006-1-page-109.htm>

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

La finance, comme discipline académique de cette époque, se caractérise par une absence quasi totale de préoccupations explicatives<sup>2</sup>. On cherche principalement soit à décrire des pratiques, soit à prescrire des normes issues de la pratique. Les travaux sur les méthodes de choix d'investissement et d'évaluation sont fondamentalement normatifs ; ils reposent principalement sur la théorie économique néo-classique et notamment les travaux théoriques d'I.Fisher.

Précisons, cependant, que les années 50 marquent une première rupture dans la pensée financière. Le type de travaux rencontrés avec la construction d'une théorie des choix d'investissement est sans commune mesure sur le plan scientifique avec la finance principalement descriptive qui prévalait auparavant. Les notions de coût de capital et de structure de financement optimale remontent à cette époque. On peut également remarquer, à l'occasion, le décalage qui existait entre les développements de la finance aux États-Unis et en France, du fait du faible rôle joué par le marché financier en France. Au début des années 70, les manuels français qui dominaient le marché étaient principalement descriptifs et ignoraient presque totalement les développements de la finance académique.

## **2. Les apports anciens de la théorie financière**

### **2.1-Les thèses de Modigliani et Miller**

#### **2.1.1- La non pertinence de la structure financière :**

Modigliani et Miler démontrent que la structure financière est sans incidence sur la valeur de la firme dans un contexte d'un marché parfait<sup>3</sup>. En revanche, l'existence de source d'imperfection sur le marché rend le choix de la structure financière déterminant pour la valorisation des actifs.

En effet, pour l'évaluation de l'entreprise (par le modèle des dividendes actualisés), le taux d'actualisation généralement retenu est le coût du capital, c'est-à-dire le coût d'acquisition de la dette et des fonds propres.

---

<sup>2</sup> Gérard Charreaux « Théorie financière et stratégie financière » ; Revue française de gestion ; vol 1, no 160, 2006 P:109-137

<sup>3</sup>Fatima ta LY-BARO, « structure financière de l'entreprise », Edition Economica, Paris, 2002, P 7.

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

Partons du fait que, sur un marché parfait, toutes les combinaisons de titres se valent, Modigliani et Miler démontrent que la valeur du marché est indépendante de sa structure financière. Le marché est parfait lorsque l'information est gratuitement disponible pour tous les investisseurs, les actifs sont indéfiniment divisibles et qu'il n'existe ni coûts de transaction ni coûts fiscaux. De plus, l'investisseur, personne physique est supposé faire des transactions (achat / vente ou prêts/emprunts de titres) aux mêmes conditions que la société.

Partant de l'hypothèse d'un marché parfait, Modigliani et Miller ont comparé entre deux firmes de mêmes caractéristiques (même chiffre d'affaires, même taux d'intérêt...etc.) et qui ont des structures de financement différentes<sup>4</sup>, la firme L de valeur (VL) est endettée au taux  $i$  contrairement à la firme (U) de valeur (VU). Donc, (VU) est la valeur totale des capitaux propres de (AU) alors que (VL) est égale à la somme des fonds propres AL et de la dette (DL). Soit :  $VU = AU$  et  $VL = AL + DL$

Ils ont ensuite posé la question suivante : *Un individu rationnel a-t'il intérêt à investir dans la firme endettée ?*

Si **oui**, nous en concluons que la structure financière a un impact sur la valeur de la firme.

Donc, la recherche de la structure optimale a un sens.

Pour répondre à la question, Modigliani et Miller ont comparé des placements équivalents dans les firmes ou directement sur le marché. L'investisseur a le choix entre deux stratégies<sup>5</sup> :

- La stratégie 1 consiste à acheter une part «  $a$  » des actions de la firme (U) non endettée, ce qui rapporte «  $a$  » fois le bénéfice avant frais financier (B),  
Soit :  $a \times (BU) = "aB"$
- La stratégie 2 consiste à acheter la même proportion «  $a$  » d'actions et de dettes de la firme endettée (L). La dette rapporte une part «  $a$  » des intérêts et les actions une part «  $a$  » de bénéfice net d'intérêt. En somme, le rendement de ce portefeuille est de «  $a$  » fois le bénéfice (b).  
Soit :  $a \times (BL) = "aB"$

---

<sup>4</sup> Fatimata LY-BARO, « structure financière de l'entreprise », Op citée. P 15

<sup>5</sup> Idem

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

Il s'agit d'étudier si une différence de structure financière entraîne une différence de rendement.

Le résultat montre que les deux stratégies fournissent le même revenu « **aB** ».

M.M concluent que l'arbitrage entre les différents modes de financement n'a aucun effet sur la valeur de l'entreprise.

## **2.1.2-Critiques des apports de Modigliani et Miller :**

La proposition de M.M et ses implications ne sont valides que dans un marché parfait. Cependant, celui-ci n'est pas réaliste car il n'est pris en compte ni le risque de faillite ni la politique de dividendes. Il existe plusieurs sources d'imperfections dont certaines sont difficilement contournables telles que l'asymétrie d'information entre les investisseurs et les gestionnaires, la séparation de la propriété de pouvoir de décisions, la trésorerie excédentaire et les coûts liés à la fiscalité.

### **2.1.3- L'avantage fiscal de l'endettement:**

En 1963, M.M ont été les premiers à améliorer leurs conclusions et ceci en intégrant les taxes sur les firmes dans leurs modèles, pour voir l'impact de ces impôts sur la structure de capital. Ils montrent que dans un environnement imparfait caractérisé par l'impôt sur le bénéfice des sociétés, il est mieux pour la firme de s'endetter pour profiter des économies d'impôts dues à la déductibilité fiscale des charges des dettes<sup>6</sup>. Ainsi, et avec cet avantage fiscal, la valeur de l'entreprise endettée est égale à la valeur de la firme non endettée augmentée de la valeur des économies d'impôts réalisées grâce à cette possibilité de déductibilité de charges financières.

## **2.2- La politique de dividendes et son lien avec la politique de financement**

La notion de politique de dividendes traduit le choix que doit faire l'entreprise entre répartition de son bénéfice aux actionnaires ou constitution de réserves ; partons de ces constats, plusieurs modèles ont été développés et qui s'intéressent dans le cadre de deux grands courants théoriques.

---

<sup>6</sup> Imed Zorgui, « le choix de financement entre la dette et l'équité : survol de la théorie et application pour les firmes canadiennes de 1998 à 2003 ». Université de Québec, avril 2009 page 12.

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

## 2.2.1-La thèse de M.M : La neutralité de la politique de dividendes :

La question théorique fondamentale qui se pose à propos de la politique de dividendes est celle du lien existant entre celle-ci et la valeur de l'entreprise pour ses actionnaires. Graham et Dodd, ont avancé l'affirmation, qu'un dollar distribué en dividendes a en moyenne, sur le prix de l'action, un impact quatre fois supérieur à celui des bénéfices mis en réserves<sup>7</sup>.

Les deux auteurs M.M montrent que la valeur de la firme n'est déterminée que par la capacité bénéficiaire de ses actifs et de sa politique d'investissement et que par conséquent, la façon dont les bénéfices sont répartis n'a strictement aucune incidence sur la valeur de la firme. En effet, selon ces auteurs, au moment où la firme prend la décision d'investir, elle doit également décider de conserver son résultat ou de le distribuer aux actionnaires, et par conséquent d'augmenter son capital en émettant de nouvelles actions d'un montant équivalent aux dividendes distribués afin de pouvoir financer ses investissements.

MM Pensent que la diminution du prix de l'action sur le marché dû au recours au financement externe est totalement compensée par l'augmentation de ce même prix suite au paiement des dividendes. Par conséquent, l'actionnaire serait indifférent entre la distribution de dividendes ou la rétention des bénéfices<sup>8</sup>. Ainsi la valeur de l'entreprise est :

$$V_0 = \frac{\sum_{t=0}^{\infty} (B_t - I_t)}{(1 + K_t)}$$

Avec :

- **B<sub>t</sub>** : Bénéfice net réalisé durant la période.
- **I<sub>t</sub>** : Investissement à la période t.
- **K<sub>t</sub>**: Coût des fonds propres supposés constant.

Dans un contexte parfait, M.M parviennent à prouver que la valeur de l'entreprise ne dépend que de ses bénéfices et ses investissements et qu'elle est tout à fait indépendante de sa politique de distribution.

Selon M.M l'effet que peut avoir le versement (ou non versement) de dividende, sur la valeur de l'action est exactement compensé par l'effet que peut entraîner l'appel (ou non) à d'autres sources de financement.

---

<sup>7</sup> Robert COBBAUT, « Théorie financière » ed Economica 4<sup>ème</sup> ed, Paris, 1997, P442.

<sup>8</sup> Ahlem YAAKOUBI et Olfa Riahi « Les déterminants de la structure de capital » mémoire de fin d'études, Université de la Manouba, 2007, P :47 Consulté en ligne le 08/10/2020.

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

Ainsi par exemple, une entreprise qui doit investir peut être amenée à se poser la question de savoir si elle doit s'autofinancer (et donc ne pas verser de dividende) ou bien verser des dividendes, et dans ce cas procéder, par exemple, à une augmentation de capital

Afin de financer ses investissements. MM soutiennent que la valeur de l'action dans le premier cas (ne pas verser de dividende et autofinancer) est exactement égale à ce que sera la valeur de l'action dans le deuxième cas (distribuer les bénéfices et procéder à une augmentation de capital)<sup>9</sup>.

## **2.2.2-Critique du modèle de M.M et l'importance de la politique des dividendes (Modèle de Gordon et Shapiro) :**

**La thèse de non neutralité** : Gordon peut être considéré comme l'un des chefs de file de l'école traditionnelle<sup>10</sup>. Son argumentation repose sur l'hypothèse que l'incertitude et l'aversion de l'investisseur à l'égard du risque sont les déterminants essentiels pour la fixation des cours sur les marchés financiers. Selon Gordon, Si le taux d'actualisation augmente avec le risque des flux monétaires et que l'incertitude du flux augmente avec son éloignement dans le temps, alors toutes choses égales par ailleurs, le taux de rendement exigé pour les flux monétaires d'une action devient une fonction inverse du dividende versé et la politique de dividende influencerait donc le prix de l'action, ce dernier serait d'autant plus élevé que la firme verserait dans l'immédiat de généraux dividendes. Pour Gordon, la valeur d'un actif financier est égale à la somme des revenus actualisés de cet actif susceptible de procurer à son propriétaire pendant la durée de vie de l'actif. Ainsi la valeur d'une action s'apprécie en fonction des dividendes futurs qui seront versés par l'entreprise.

**1.** Dans ce sens, Gordon et Shapiro (1956) ont élaboré une formule d'évaluation des actions en temps discret<sup>11</sup>, qui suppose que le prix d'une action à la date  $t_0$ , ( $P_0$ ) serait égal à la somme actualisée des dividendes futurs anticipés.

---

<sup>9</sup><https://graphseobourse.fr/la-politique-de-distribution-des-dividendes>. Consulté le 19 octobre 2020

<sup>10</sup>TALEB Lotfi « Politique de dividende sous l'hypothèse d'un marché imparfait », édition univ européenne, 2018, P 23.

<sup>11</sup>Jean-Guy Degos, Stéphane Griffiths « Gestion Financière de l'analyse à la stratégie », Éditions d'organisation, Paris, 2011. P 113 et 114.

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

Ainsi :

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Avec : **D<sub>t</sub>** : Dividende versé à la date t ;

**k** : Le taux d'actualisation qui correspond au taux de rendement exigé.

Cette formule développée par Gordon et Shapiro (1956) suppose implicitement que les actionnaires ne sont pas indifférents entre gain en capital ou en dividendes. Les dividendes sont toujours préférés par les actionnaires dans la mesure où ils contribuent à dissiper l'incertitude. En effet, selon Gordon l'incertitude augmente en fonction de l'éloignement dans le temps. Par conséquent lorsque les investisseurs ont une aversion à l'égard du risque, les dividendes futurs sont plus risqués que les dividendes actuels et donc devraient être actualisés à un taux plus important.

Plusieurs auteurs viennent critiquer le modèle de M.M, en concluant que :

Lorsque les investisseurs préfèrent un dividende plus important, la politique des dividendes affecte le coût du capital de la firme : L'IBS fait que le cout du capital d'une société soit affecté par la politique de dividendes.

En effet, lorsque les investisseurs préfèrent les plus-values aux dividendes, une distribution plus importante de dividendes peut augmenter le cout du capital de l'entreprise (Le coût des fonds propres). En revanche, d'autres auteurs montrent que la fiscalité n'a aucun impact sur le cout du capital.

**2.3- La théorie de compromis** : cette théorie identifie les conditions sous lesquelles un endettement moindre est préférable<sup>12</sup>. Ce courant s'est progressivement constitué, d'abord, par la prise en compte de la fiscalité, ensuite par l'intégration des couts de faillite, enfin par l'arbitrage entre ces deux déterminants.

« **Le coût de faillite** »: Si la dette permet de profiter de l'économie fiscale, l'endettement excessif provoque des coûts en raison de l'augmentation de la difficulté financière qui peut conduire à une faillite. La faillite a des coûts directs (frais juridiques d'administration judiciaire, coûts de liquidation et coûts sociaux) et des coûts indirects (perte de clientèle et de confiance, coût d'opportunité). L'entreprise n'est donc plus en mesure de s'endetter de façon maximale pour profiter de l'avantage fiscal.

---

<sup>12</sup> Fatima ta LY-BARO, « structure financière de l'entreprise », Op citée. P 17

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

## 2.4- L'apport de Sharp et Lintner en 1965 :

Les conclusions obtenues par Modigliani et Miller souffraient d'un inconvénient majeur ; elles avaient été établies dans le cadre limitatif des classes de risque et le problème, par exemple, de l'intégration du risque dans le taux d'actualisation ou de l'évaluation des flux équivalents – certains n'avaient pas reçu de réponse opérationnelle. Cette dernière allait être apportée par la construction du MEDAF due à Sharpe et Lintner; ce modèle bien connu permet d'évaluer le montant des primes de risque requises en tenant compte uniquement du risque systématique (ou non diversifiable).

Comme le coût de capital est une notion fondamentale pour les entreprises en matière de politique financière car il est au cœur des mesures de la création de la valeur il sert à la fois pour la sélection des investissements et l'évaluation de l'entreprise. Le MEDAF permet sa détermination, en explicitant la prime de risque par apport à un actif sans risque. Il permet de mesurer l'incidence du risque financier sur le risque systématique de l'entreprise, et de déterminer le taux de rentabilité exigé par l'actionnaire est égal au taux de l'argent sans risque majoré d'une prime de risque qui dépend du risque de marché (ou le systématique).

Et donc mathématiquement il se présente ainsi <sup>13</sup>:  $E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_s] \times \beta$

Le Beta détermine la volatilité de la rentabilité du titre par rapport à la rentabilité du marché.

Mathématiquement il se présente ainsi :  $\beta_a = \text{COV}(r_a, r_v) / \text{VAR}(r_b)$

Ce coefficient bêta mesure le risque systémique soit le seul risque pris en considération par le MEDAF, qui est rien d'autre que le risque non diversifiable d'un actif et non son risque total. Autrement dit, on peut retrouver une action présentant un risque très élevé mais avec une beta faible si sa corrélation avec le marché est faible

L'apport de Sharpe et Lintner conduit tout d'abord à considérer la firme comme étant un portefeuille d'actifs ensuite il confirme que l'évaluation de la rentabilité des investissements est en fonction des normes de marché financier<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup>Nadia CANAZI, « coût de capital », 2010, Bibliothèque cyberlibris d'HEM, France. P9. Consulté sur internet le 11/10/2020

<sup>14</sup>Gérard CHARREAUX, Op citée. P 126

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

Cet apport peut ainsi être considéré comme mineur par rapport à la contribution de Modigliani et Miller, car il donnait une idée simpliste, sur l'évaluation des prix des actifs et sur l'estimation des flux financiers prévisionnels, qui pose un problème rarement pris en compte par la théorie financière<sup>15</sup>.

## **2.5- L'apport de Black et Scholes en 1973:**

La contribution de Black et Scholes est surtout célèbre pour le modèle d'évaluation des options sur action qu'il présente.

Pour Black et Scholes, la théorie des options appliquée à la structure financière permet de mieux comprendre l'impact sur la situation financière des créanciers et des actionnaires de certaines décisions de l'entreprise (distribution de dividendes, investissements risqués, autofinancement... etc.). Or elle trouve sa source dans l'asymétrie existante entre actionnaire et créancier qui fait penser aux options. A cet effet elle est une référence pour analyser la relation créanciers-actionnaires.

La contribution de ces deux auteurs comporte l'application des options à la finance de la firme. Selon eux les actions constituent des options d'achat sur les actifs de la firme, les propriétaires initiaux sont les créanciers, par contre les actionnaires ne deviennent propriétaires que lorsque leurs options d'achat s'élèvent, c'est-à-dire, le remboursement des créanciers. Donc remboursement des dettes.

En cas de non remboursement des dettes, les créanciers restent des propriétaires d'actif.

La théorie des options a pour but de renouveler l'analyse des autres aspects de la stratégie financière, plus précisément les effets de fusions, des acquisitions et les critères de choix des investissements. On constate l'incidence de la politique financière et de la politique de dividendes sur les conflits portant sur la répartition de la valeur de la firme entre actionnaires et dirigeants. Ce qui montre comment les divergences d'intérêt entre actionnaires et créanciers peuvent influencer la politique financière.

La théorie des options peut être considérée comme une extension de l'approche de Modigliani et Miller, elle permet ainsi d'analyser, sur un angle original, le problème traditionnel de la distinction entre les capitaux propres et dettes, en niant sa pertinence ; dans la mesure où il y a un risque de faillite.

---

<sup>15</sup> Gérard CHARREAUX, Op citée. P 126

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

## *3. Les apports récents de la théorie financière*

### **3.1- L'apport de la théorie des coûts de transactions en 1973 :**

Ronald Coase (1937) était le premier à avoir avancé la notion de coûts de transactions, il apportera l'une des bases de la pensée des sciences de l'organisation, qui est l'efficacité organisationnelle. Pour lui, la minimisation des coûts de fonctionnement d'une organisation contribue d'une manière très significative à son efficacité, ces coûts seront appelés par la suite les coûts de transactions<sup>16</sup>. La théorie des coûts de transactions a été ensuite développée par Williamson (1988), elle suppose que :

- Les agents ne sont dotés que d'une rationalité limitée qui signifie l'incapacité à être totalement informé et comprendre et prévoir les réactions des travailleurs, des clients, des fournisseurs et des concurrents ;
- Les agents se comportent de manière opportuniste, ils sont prêts à mentir ou tricher pour défendre leurs intérêts.

Les concepts de cette théorie sont appliqués aux décisions de financement, et donc les fonds propres et l'endettement sont considérés comme des structures de direction de la firme et non pas de simples instruments financiers. Williamson affirme que le financement optimal est celui qui minimise les coûts de transaction entre les agents, ces coûts sont influencés par la spécificité des actifs à financer, et le choix du mode de financement est déterminé par la particularité des actifs à acquérir. Ainsi, lorsqu'il s'agit de financer un actif peu spécifique, il est plus approprié de recourir à l'endettement car, en cas de faillite, cet actif peut toujours être vendu à un bon prix, et son coût pour la firme ne sera pas élevé. Par contre, lorsque l'actif à financer est trop spécifique, l'entreprise n'a pas intérêt à s'endetter, parce que les créanciers savent qu'il perdra de sa valeur, et en cas de faillite il serait difficile de trouver un acquéreur. Il est nécessaire de souligner que la théorie des coûts de transaction explique les choix de financement non pas par la recherche d'un ratio d'endettement optimal, mais par la spécificité de l'actif à financer<sup>17</sup>. Dès lors, les dimensions essentielles de l'analyse sont, d'une part, la spécificité des actifs, et d'autre part, la fréquence des transactions ; Un actif est dit spécifique,

---

<sup>16</sup> BOUSSADIA Hichem « La gouvernance d'entreprise et le contrôle du dirigeant : cas de l'entreprise publique algérienne », Thèse de doctorat, Université Abou Bekr Belkaid, Tlemcen, 2014, page 21. Consulté sur Internet le 15/10/2020

<sup>17</sup> Salah Eddine Kartobi, Op citée, P 101.

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

lorsqu'un agent économique y aura investi l'actif d'une façon volontaire pour une transaction donnée et qu'il ne pourra pas être redéployé pour une autre transaction sans un coût élevé.

En d'autre terme la spécificité des actifs influence le résultat des transactions en termes de choix stratégiques et des coûts de production. Plus les actifs seront spécifiques à une transaction entre deux partenaires, plus l'un et l'autre seront prêts à faire des investissements importants qui permettront des choix technologiques d'avant-garde et donc des économies d'échelle et de champ.

## **3.2- L'émergence de la gouvernance d'entreprise:**

L'article de Jensen & Meckling (1976), intégrant la théorie de l'agence, retient comme objectif assigné au dirigeant (agent) la maximisation de la richesse de l'actionnaire (principal), et la nécessité de contrôler le dirigeant afin de limiter l'expression de son opportunisme (Williamson 1985). En réaction à ce courant de pensée, Freeman et Reed (1983) recommandent d'élargir le cadre d'analyse de l'agence, trop focalisé sur le seul intérêt des actionnaires, et ce, afin de mieux orienter la stratégie de la firme. L'entreprise est alors censée servir non pas l'intérêt exclusif des actionnaires, mais aussi celui de la société toute entière. Les dirigeants sont alors incités à prendre en considération les intérêts, parfois contradictoires, de toutes les parties prenantes, c'est-à-dire, selon l'acception la plus large, l'ensemble des groupes ou individus identifiables pouvant affecter ou être affectés par la poursuite des objectifs de la firme.

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

Autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire<sup>18</sup>.

La gouvernance traite des moyens avec lesquels les pourvoyeurs de fonds s'assurent de percevoir une rémunération convenable de leur investissement, et ce grâce aux efforts de l'équipe dirigeante.

**3.2.1- Les Mécanismes du gouvernement des entreprises :** Il convient de distinguer les mécanismes internes et externes du gouvernement de l'entreprise.

---

<sup>18</sup> Gérard CHARREAUX « Le gouvernement des entreprises. Théories et faits », Edition Economica, Paris, 1997, page 421.

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

Des mécanismes internes permettent de compléter la discipline assurée par le marché, tels que la hiérarchie, la surveillance mutuelle entre dirigeants et surtout le conseil d'administration dont la tâche spécifique est de contrôler les principaux dirigeants, si nécessaire en les remplaçant. L'existence d'un marché concurrentiel des administrateurs externes (non-cadres de la firme) garantirait l'absence de collusion entre les administrateurs et les dirigeants et l'efficacité du mécanisme. Ce dernier se révélerait être moins coûteux que le mécanisme des prises de contrôle (les équipes dirigeantes concurrentes prennent le contrôle) qui interviendrait en dernier ressort. Cette analyse conduit à distinguer les mécanismes disciplinaires externes (les marchés), les mécanismes internes et à les hiérarchiser. Le mécanisme principal est le marché du travail, complété par les mécanismes internes et par le marché des prises de contrôle.

### **3.3- Théorie positive de l'Agence (Jensen et Meckling) en 1976:**

Jensen et Meckling, considèrent la firme comme un ensemble de contrats établis entre des individus aux objectifs divergents et conflictuels et dont le niveau d'information diffère. La politique de financement, en particulier l'endettement, joue un rôle disciplinaire dans un contexte caractérisé par l'asymétrie informationnelle, celui-ci influence considérablement la valeur de l'entreprise en incitant l'équipe dirigeante à plus de rigueur sur la gestion de l'entreprise, donc agir conformément aux objectifs des actionnaires. Elle joue aussi un rôle important dans la réduction de la marge discrétionnaire en termes de liquidité par apport aux dirigeants. Dans ce cadre, les principales composantes de la politique financière<sup>20</sup>, deviennent des moyens de résoudre les conflits qui existent entre dirigeants, actionnaires et créanciers, et qui naissent des divergences d'objectifs et des asymétries d'informations.

-Les conflits d'intérêt entre actionnaires et Dirigeants trouvent leur origine dans la séparation de propriété et de pouvoir de décision qui se présente lorsqu'il existe un cash-flow en excès considéré comme une trésorerie excédentaire après le financement d'un projet rentable. -Les conflits entre actionnaires et dirigeants d'une part et les créanciers d'autre part naissent du phénomène de transfert de richesse du premier « Actionnaire » vers le dernier par la méthode

---

<sup>19</sup> Cours de module théorie financière M1 publiés par Mme ASSOUS Nassima dans la bibliothèque de département des sciences économiques UMMTO.

<sup>20</sup> Gérard CHARREAUX « Théorie financière et stratégie financière », OP citée page 130

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

d'évaluation des actifs ; en effet, cette méthode porte sur le fait que, plus le risque de la firme augmente, plus le rendement est important pour les actionnaires aux dépens des créanciers<sup>21</sup>. L'article de Jensen et Meckling (1976), est le premier article important remettant en cause le référentiel établi par Modigliani et Miller pour l'analyse de la politique financière. Selon ces deux auteurs, ce qui est important ce n'est pas la relation d'agence en elle-même, mais ceux sont les coûts d'agence.

### **3.4-L'apport de la théorie de signal (Myers et Majluf) en 1984:**

La politique financière comme mode de signalisation : Complémentaire à la théorie d'agence, Cette théorie est fondée sur l'existence d'une asymétrie d'informations. Leurs modèles, basés sur les jeux de signalisation, contribuent de façon rigoureuse à l'explication de certains phénomènes financiers, notamment ceux liés aux problèmes d'asymétrie informationnelle. En effet cette théorie postule que les agents internes à l'entreprise, mieux informés que les investisseurs externes, ont intérêt à transférer une partie de l'information privée à ces derniers par le biais d'un signal. Ainsi, la structure financière et le degré de diversification du portefeuille des dirigeants sont considérés comme des sources d'information à destination des créanciers. Ces signaux doivent permettre la réduction des asymétries d'information et par conséquent l'obtention de financements à des conditions favorables pour les entreprises qui disposent des opportunités d'investissement les plus favorables.

Ainsi, Nous constatons, que tout changement dans la politique financière de l'entreprise induit automatiquement des modifications dans la perception de la firme par le marché et les créanciers, d'où le lancement d'un nouvel emprunt exige à l'entreprise de signaler au marché ses véritables perspectives (Générer le cash-flow pour faire face à ses charges d'intérêts ainsi que ses engagements), c'est le risque de perdre le soutien de ses créanciers et de ses actionnaires même si le projet est bénéfique<sup>22</sup>.

Les niveaux d'endettement ou de dividendes versés restent des signaux qui permettent d'informer les investisseurs. L'entreprise est dans l'obligation de créer de la valeur pour ses actionnaires, ce qui rend coûteux le financement par fonds propres, et pour faire face à cette cherté des fonds propres, l'entreprise opte pour l'endettement.

---

<sup>21</sup> Fatimata LY-BARO, Op citée, P31.

<sup>22</sup> BERKAL Safia « Les relations Banques/entreprise publiques : portées et limites » cas de la banque national d'Algérie et l'entreprise Leader Meuble Taboukert, année 2012, P : 31. Article de revue Consulté sur internet le 22/10/2020.

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

La théorie de signal montre que la valeur de l'entreprise augmente avec la hausse de l'endettement. En effet ce mode de financement, certes risqué, influe positivement la performance de l'entreprise.

Pour inciter les dirigeants à mener à bien leur travail au profit des actionnaires, l'entreprise leur accorde des intéressements, à partir de là, les dirigeants sont dans l'obligation d'émettre des signaux crédibles, parce que si ces derniers émettent de mauvais signaux, certes l'entreprise peut retirer des gains, mais seront inférieurs à la pénalité encourue, Ce qui mène à des interactions entre les décisions d'investissement et de financement. C'est-à-dire il est préférable de financer en priorité par autofinancement puis par dette enfin par augmentation de capital (théorie de Pecking Order). Ce qui introduit une vision dynamique de la structure de financement, ce qui semble avoir un pouvoir explicatif supérieur des pratiques des entreprises.

### **3.5-La théorie de financement hiérarchique Myers 1984 :**

La théorie hiérarchique (POT) a été développée par S. Myers en 1984. Elle tend à justifier la classification des modes de financement des entreprises. Les entreprises privilégient tout d'abord l'autofinancement. Si les besoins de financement des investissements dépassent le montant de l'autofinancement, les entreprises ont recours au financement externe. Dans ce cas, elles privilégient le recours au crédit bancaire puis, quand elles le peuvent, à l'émission d'obligations. Ce n'est qu'en dernière hypothèse que l'entreprise va recourir à l'augmentation de capital malgré le risque de dilution que cela implique pour ses actionnaires<sup>23</sup>.

Selon cette théorie la priorité de financement des dirigeants est reconnue moins sensible à la présence d'asymétrie informationnelle. Considérons que l'asymétrie d'information à un coût, "Quelles sont les sources de financement dont le coût est le plus bas ?".

D'après Myers et Majluf(1984) les dirigeants de l'entreprise ne doivent pas essayer de maintenir un niveau d'endettement particulier, ils préfèrent se financer d'abord par l'autofinancement, et si ça nécessite le financement externe il faut émettre les titres les plus sûrs, Commencant par l'endettement (la dette peu risquée qui nécessite la conviction des

---

<sup>23</sup> Pierre Vernimmen, Pascal QUIRY, Yann LE FUR « finance d'entreprise » ; Edition Dalloz, 14<sup>ème</sup> Edition, Paris 2016. P756.

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

créanciers par une prise de garantie), puis les dettes plus risquées et les titres hybrides tel que les obligations et les actions. Enfin ils passent à l'augmentation du capital.

Selon ces deux théoriciens Myers et Majluf, l'existence d'une réserve d'autofinancement suffisante présente plusieurs avantages. Tout d'abord, elle permet d'éviter le recours aux fonds externes. D'une part, le risque de l'entreprise n'augmente pas avec ce type de financement contrairement à l'endettement, d'autre part les conflits d'intérêts entre les dirigeants, actionnaires et créanciers sont évités.

Un autre avantage par rapport à un financement par augmentation de capital est que celle-ci s'accompagne d'un effet de dilution c'est-à-dire d'une baisse des cours des actions de la firme.

La théorie de Pecking Order (ou hiérarchisation) inclut les entreprises qui ont la priorité dans le choix des sources de financement<sup>24</sup>.

A travers la présente section, nous avons pu expliquer les fondements théoriques et les évolutions de la politique de financement. Toutefois notre sujet de recherche nécessite d'être approfondie en s'intéressant aux concepts de la politique de financement et de la structure financière et de dégager le poids qu'ont ces dernières sur les coûts que supportent l'entreprise. Ceci fera l'objet de la seconde section.

## ***Section 2 : Politique de financement et structure financière***

Le choix d'une politique de financement a une incidence sur la structure du capital de l'entreprise. Ainsi, si l'on tient compte de la rentabilité requise par les apporteurs de fonds propres et du coût de la dette, une structure de financement optimale serait celle qui permet aux actionnaires de maximiser la valeur de leurs fonds propres compte tenu du risque financier lié à l'endettement.

L'objectif de cette section est d'expliquer l'importance et le lien entre politique de financement, structure financière et coût du capital.

---

<sup>24</sup> Pierre Vernimmen, Pascal QUIRY, Yann LE FUR Op Citée.

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

## 1. La politique de financement:

La politique de financement est l'ensemble des pratiques mises en œuvre par les dirigeants d'une firme pour « appréhender » les flux financiers qui la traversent et influencer sur eux dans le sens voulu<sup>25</sup>. En effet, les décisions financières permettent aux décideurs d'orienter de façon optimale ses actions.

Selon A. Rivet (2003)<sup>26</sup>, « la politique financière de l'entreprise consiste d'abord à mettre en œuvre des décisions permettant d'obtenir une création de valeur maximale pour les pourvoyeurs de fonds en particulier les actionnaires ».

Les principales composantes de la politique financière sont :

- Identification des besoins de financement et leur minimisation
- La recherche des ressources financières au moindre coût et risque supportable.
- L'équilibre des ressources entre elles d'une part et entre les emplois de fonds d'autre part.
- La décision d'investissement et la recherche des gains maximaux.
- La décision de distribuer des revenus aux associés.
- La gestion des risques d'investissement et de financement.
- La prévision et la planification financière.
- L'optimisation de la valeur de la firme.

### 1-1- Le rôle de la politique de financement:

La politique de financement représente l'aspect financier de la stratégie de l'entreprise et elle joue un rôle prépondérant dans la détermination de celle-ci <sup>27</sup> ; Un rôle d'équilibrage en ajustant les ressources aux besoins, un rôle d'optimisation par l'obtention des ressources au moindre coût. Et en dernier, un rôle d'arbitrage qui définit une accumulation de ressources acceptable par tous les intervenants. Une bonne politique de financement doit aboutir à une trésorerie saine et passe donc par l'étude approfondie de ce qui y rentre et de ce qui en sort « cash-flows ». La politique financière permet de déterminer le cadre de référence des décisions financières en accord avec la politique générale de l'entreprise, ce qui permet à cette dernière de hiérarchiser ses priorités, de sélectionner ses décisions et de définir ses objectifs.

---

<sup>25</sup> <https://www.africmemoire.com>. Consulté le 23/10/2020

<sup>26</sup> Rivet Alain, « Gestion financière », Edition Ellipses, Paris, 2003, Pg.131

<sup>27</sup> Christian Pierrat « dans la gestion financière de l'entreprise », édition La découverte, Paris 2014, page 61.

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

## **1.2-Moyens de financement de l'investissement:**

A travers la politique de financement, la société détermine les moyens de financement à utiliser pour financer les différents projets d'investissement que contient la stratégie de la société.

**1) Le capital social :** Le capital social est la somme des apports réalisés par les associés lors de la création de l'entreprise. Le capital est divisé en actions (pour les sociétés anonymes) ou en parts sociales (pour les sociétés à responsabilité limitée et pour les sociétés en nom collectif).

De plus, au cours de son existence, l'entreprise peut demander aux associés (des anciens ou des nouveaux) de verser de nouveaux apports afin de se procurer davantage de ressources stables (on parle d'augmentation de capital).

**2) Autofinancement :** représente le flux de fonds propres internes qui reste à la disposition de l'entreprise pour s'autofinancer avant prélèvement du dividende<sup>28</sup>. Elle apparaît comme le flux des fonds final qui résulte de la différence entre produits encaissables et charges décaissables.

**Autofinancement= CAF - Dividende prélevé.**

**CAF = Produits encaissables – Charges décaissables.**

**CAF = Résultat net + Dotations aux amortissements, pour dépréciations et aux provisions – Reprises sur amortissements, sur dépréciations et sur provisions.**

L'avantage de l'autofinancement pour l'entreprise est de ne pas payer d'intérêts.

**3)-L'augmentation du capital :** L'entreprise peut se procurer des moyens de financement à long terme en procédant à une augmentation de capital. Cette augmentation peut prendre des formes différentes<sup>29</sup> ; Il peut s'agir :

- D'une augmentation de capital en numéraire : l'entreprise vend des actions nouvelles ;
- D'une augmentation de capital en nature : l'entreprise émet des actions nouvelles en contrepartie des biens réels apportés ;

<sup>28</sup> Gérard Charreaux « Finance d'entreprise » op citée.P93.

<sup>29</sup> <https://lewebpedagogique.com/oubejja>. Consulté le 02/11/2020.

## CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

- D'une augmentation de capital par conversion de créances ou par incorporation de réserves ;
- Par paiement des dividendes en actions.

**4)- Dettes financières :** Une entreprise peut collecter des fonds en s'adressant à des organismes financiers (emprunts indivis) ou en lançant un emprunt obligataire auprès des épargnants (emprunts obligataires).

4-1 : Les emprunts indivis : Ceux sont des emprunts classiques à long et moyen terme mettant en relation deux partenaires : l'entreprise et le prêteur. Le prêteur est soit une banque soit un organisme financier spécialisé. L'entreprise et le prêteur se mettent d'accord sur les conditions de paiement des intérêts et de remboursement des fonds empruntés.

4-1 : L'emprunt obligataire : Est un emprunt réalisé par une personne morale auprès d'un grand nombre d'épargnants grâce au partage de l'emprunt en un très grand nombre d'obligations.

Seules les sociétés par actions (SA et SAS) et les SARL les plus importantes peuvent émettre des obligations.

**5)- Crédit-bail :** Le crédit-bail correspond à un contrat de location avec une option d'achat. Le fonctionnement du crédit-bail est le suivant :

- Le client (le preneur) choisit le matériel qu'il souhaite louer ;
- La société de crédit-bail (le crédit bailleur) achète le matériel et le loue au preneur pendant une période donnée ;
- A l'issue de la période de location, le preneur a le choix entre trois options : acheter le matériel à un prix prévu lors de la signature du contrat (la valeur résiduelle), poursuivre la location ou rendre le matériel.

Le crédit-bail permet aux entreprises de disposer d'équipements sans en financer l'acquisition (l'entreprise ne s'endette pas et n'utilise pas ses capacités de financement).

**6)-Les quasi-fonds propres :** sont des ressources financières n'ayant pas la nature comptable de fonds propres, mais s'en approchant. Ils regroupent notamment les comptes courants d'associés, les obligations convertibles ou bien encore les emprunts participatifs

Toutefois, les différents moyens de financement utilisés par une firme ont un coût qui risque, s'il n'est pas bien géré, de compromettre la réussite de la stratégie et donc de mettre en jeu la survie et l'indépendance de la société.

## CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

Pour G. DEPALLENS et J.P JOBARD, il y a beaucoup de contraintes dans la sélection des sources de financement<sup>30</sup>, s'il existait des sources sûres de se doter d'un financement avec la seule préoccupation de minimisation des coûts, la politique de financement serait simple, elle déduirait à la sélection de la source la moins coûteuse. Or, d'autres contraintes s'ajoutent telles que la durée, l'autonomie, la flexibilité et sans oublier les risques.

Au-delà de ces éléments et même au niveau du coût comme variable déterminante, nous pouvons alors nous demander si l'usage d'une source de financement n'entraîne pas un coût (ou si l'usage d'une source de financement n'entraîne pas un coût d'une économie) implicite, c'est-à-dire, une mobilisation du coût d'une autre source qui se percuterait dans le coût moyen pondéré.

En effet, le recours accru à un moyen de financement déterminé peut entraîner par contre-coût une influence favorable sur le coût des autres moyens de financement utilisé par l'entreprise. Ainsi, un renforcement de la part des capitaux est perçu comme un élément favorable en terme de risque et peut donc entraîner une réduction de coût de dette et vice-versa. C'est pourquoi, il s'avère indispensable d'étudier la composition des coûts spécifiques, explicites et implicites de différentes sources pour la détermination d'un coût global de financement et d'adoption d'une politique appropriée qui, souvent est axée sur les éléments suivants :

- 1)-La politique de distribution des dividendes ;
- 2) -La politique d'endettement ;
- 3)-Le plan financier qui, étant l'aboutissement de ces deux premiers.

### ➤ *La politique de dividendes*

La politique de dividendes désigne traditionnellement l'ensemble des règles de conduite dont une firme s'est dotée en matière d'allocation de son profit net entre la distribution en espèce aux détenteurs d'actions (dividendes) et la rétention ou mise en réserve<sup>31</sup>.

Elle est une décision de l'entreprise de verser des dividendes plutôt que réinvestir les bénéfices réalisés.

---

<sup>30</sup>G. DEPALLENS et J.P. JOBARD, « Gestion financière de l'entreprise » 10ème Edition, 1990, Sirey, page 273.

<sup>31</sup>P. VERNIMMEN, « Politique financière de l'entreprise », Ed Economica, Tome 2, Paris, consulté en ligne le 05/11/2020.

## CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

La distribution des dividendes est un élément plus ou moins important suivant le cas de la politique d'autofinancement<sup>32</sup>. Le niveau de dividendes dépend des bénéfices réalisés, aussi de la politique de distribution des dividendes par la société qui constitue des réserves (autofinancement).

### ➤ *La politique d'endettement*

La politique d'endettement n'est pas toujours objective et rationnelle. Pendant longtemps, avoir des dettes était synonyme des situations difficiles et précaires.

L'endettement représente des avantages d'offrir souvent un moyen commode d'accélérer le processus de croissance de l'actif économique tout en gardant le pouvoir de l'entreprise face à son environnement. Tant que le taux d'intérêt demeure inférieur au taux de rentabilité de tout investissement, l'endettement améliore la rentabilité des fonds propres : c'est l'effet de levier ou leverage.

L'effet de levier est une technique qui consiste à augmenter la rentabilité des capitaux propres de l'entreprise en ayant recours à l'endettement. L'effet de levier est représenté par la différence entre l'efficacité des capitaux propres et la rentabilité économique. Dans le cas où cette différence est supérieure au coût des créances contractées,

Alors l'effet de levier est dit positif, sinon il est négatif (l'effet de massue). Les dirigeants ont opté pour une utilisation importante de l'effet de levier afin de répondre aux exigences de la valeur actionnariale (valorisation de la société vis-à-vis des actionnaires).

### ➤ *Le plan financier*

L'entreprise traduit sous une expression quantitative et cohérente l'ensemble de ses décisions dans un plan financier après avoir effectué une analyse minutieuse de sa décision de financement et d'investissement.

Ce plan fait ressortir la prévision des besoins de financement et celle des ressources financières (autofinancement ou recours aux actionnaires). Ce plan financier traduit aussi bien la politique financière de l'entreprise que ses grandes décisions : décision de la composition de son actif

(Décision d'investissement) et la décision de la composition de son passif (décision de financement).

---

<sup>32</sup> MWILARHE SHUKURU Herbert, « Politique de dividende et l'autofinancement des petites et moyennes entreprises familiales », cas de la société Olive SPRL, Mémoire, 2013-2014, page 20.

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

## 2. La Structure financière:

La structure financière d'une entreprise ne résulte pas du hasard, elle relève en principe d'une décision explicitement ou implicitement prise par les dirigeants<sup>33</sup>.

Le terme structure financière est un ensemble de concepts qui revêt plusieurs sens. Dans son sens large, 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>34</sup>.

Dans cette acception, il ressort que l'étude de la structure financière d'une entreprise consiste à comprendre les emplois d'une entreprise et leur mode de financement.

Ceci implique une notion d'équilibre entre l'origine des fonds et leur utilisation, une question d'adaptation des emplois aux ressources qui les ont financées.

### 2.1- Les déterminants de la structure financière :

**1-La taille :** Les grandes entreprises devraient avoir un niveau d'endettement plus élevé que les petites entreprises. En effet, les grandes firmes disposent d'un niveau élevé de diversification des activités qui réduit la volatilité des flux de trésorerie et de ce fait le risque de faillite.

Plusieurs auteurs montrent l'existence d'une relation positive entre la taille et le ratio d'endettement. Néanmoins, le niveau d'endettement est plus sensible à la taille.

**2-Les opportunités de croissances :** Plusieurs études empiriques ont montré une relation négative entre les opportunités de croissance et l'endettement, confirmant ainsi les prédictions des théories d'agence et de compromis. Ainsi, les coûts de faillite augmentent avec la croissance prévue et contraignent les dirigeants à se financer par fonds propres.

Afin de minimiser ces coûts, les entreprises en forte croissance financent leurs projets d'investissement par émission d'actions et réduisent, de ce fait, leur niveau d'investissement. Inversement, d'autres études empiriques ont conclu à l'existence d'une relation positive entre l'endettement et les opportunités de croissance, conformément aux prédictions de la théorie des préférences hiérarchisées de financement.

---

<sup>33</sup> Christian Pierrat, Op citée P : 72.

<sup>34</sup> G. DEPALLENS JP. JOBARD, op citée P.811

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

En effet, les entreprises en forte croissance manifestent un besoin de financement élevé qui nécessite le recours aux fonds externes. Dans ce cas, les entreprises privilégient l'endettement qui est moins coûteux que l'émission de nouvelles actions.

**3-La structure de l'actif :** Les principales théories de financement anticipent une relation positive entre la tangibilité de l'actif et l'endettement des entreprises. Ainsi, selon la théorie de compromis et la théorie d'agence, cette relation est due au fait que les actifs tangibles constituent des garanties et fournissent aux prêteurs des sûretés en cas de faillite.

**4-La profitabilité :** La théorie des préférences hiérarchisées de financement affirme qu'en raison des asymétries d'information, les entreprises préfèrent se financer par fonds propres internes.

Il en découle une relation négative entre la profitabilité et l'endettement. Inversement, la théorie de compromis affirme que les entreprises les plus profitables sont les plus aptes à s'endetter pour tirer pleinement profit des économies d'impôt liées à l'endettement.

**4-Le risque :** La volatilité des bénéfices accroît le risque de détresse financière et réduit de ce fait, l'endettement financier de l'entreprise.

Ainsi, la théorie de compromis et celle des préférences hiérarchisées de financement s'accordent et stipulent l'existence d'une relation négative entre risque de faillite et le ratio d'endettement. Ainsi, les entreprises sujettes à un risque de défaillance, en raison de la volatilité de leurs bénéfices, s'endettent peu si leurs dirigeants sont averses au risque.

## **2.2-Objectif de la structure financière :**

La structure financière permet de mettre en lumière les quatre masses du bilan et s'apprécie à partir des éléments qui influent sur lui. L'analyse de la structure financière d'une entreprise a pour objectif de porter un diagnostic sur la santé financière de cette dernière en examinant son équilibre financier<sup>35</sup>, son aptitude à faire face à ses engagements à court et à long terme et partant, sur l'autonomie des décisions de l'entreprise.

## **2.3 : L'importance de la structure financière :**

-Pour les responsables de l'entreprise, la structure financière leur permet d'évaluer la santé financière de celle-ci afin d'orienter leurs décisions dans l'utilisation rationnelle des ressources limitées dont dispose l'entreprise.

---

<sup>35</sup> J. Barreau et J. Delahaye, « Gestion financière » édition Dunod, 12ème édition, Paris, 2003, Page 144.

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

-Pour les bailleurs des fonds, elle constitue un indicateur fiable avant d'accorder un crédit ou prêter l'argent à une entreprise, la structure financière leur permet d'évaluer la santé financière de celle-ci afin de mieux orienter leurs décisions de financement<sup>36</sup>.

- Pour l'État, dans la mesure où l'impôt est en fonction du bénéfice et ce dernier à son tour est tributaire de la bonne santé financière de l'entreprise. Pour cerner concrètement la portée de la structure financière, l'analyse dégage du bilan des masses économiques dont dispose l'entreprise d'une part et d'autre part les ressources financières qui ont servi à les acquérir ou à les produire.

## **2.3.1- La structure financière optimale :**

La structure financière optimale est une combinaison de dettes et de fonds propres ;

Il y a un paramètre à prendre en considération pour décider d'une structure financière : le coût.

Une « bonne » structure est un assemblage de dettes et de fonds propres qui permet à l'entreprise de bénéficier d'un coût du capital le plus faible possible<sup>37</sup>.

Le Coût de capital est une notion fondamentale pour les entreprises en matière de politique financière car il est au cœur des mesures de la création de la valeur, il sert à la fois pour la sélection des investissements et l'évaluation de l'entreprise tout en informant les investisseurs sur l'intérêt d'investir ou non dans la société. Mais pour les créanciers, Il sert de mesure du risque. Cependant la minimisation du coût moyen pondéré du capital passe par l'augmentation de la part des dettes dans la structure financière de la firme jusqu'au point où le taux d'intérêt exigé par les bailleurs de fonds devienne une fonction croissante de taux d'endettement.

En effet, plus une entreprise s'endette plus son risque financier s'accroît et plus le coût de sa dette et de ses fonds propres augmentent. Si une entreprise emprunte des fonds alors qu'elle est faiblement endettée, son coût moyen pondéré du capital commence à décroître du fait que le taux d'intérêt reste constant et le coût des fonds propres n'augmente que faiblement. L'entreprise aura, alors, intérêt à s'endetter davantage pour minimiser le coût moyen pondéré de son capital. Cependant, puisque les actionnaires n'ont pas droit à une rémunération dont le

---

<sup>36</sup> Sheria ruvugiro 2010 « la structure financière et la rentabilité », Mémoire de master université libre des pays des grands lacs. Consulté sur internet Mémoire Online le 11/11/2020

<sup>37</sup>Christian Pierrat, Op citée P : 72.

## CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

niveau est fixé contractuellement, il est clair que ce niveau sera supérieur à celui des capitaux empruntés.

Par conséquent, toute augmentation de l'endettement se traduira par une diminution du coût moyen pondéré du capital et l'entreprise continuera à s'endetter jusqu'à ce que l'augmentation du coût des capitaux propres, due au risque financier accru, l'emporte sur l'avantage d'un recours croissant à l'endettement car la source de financement est moins onéreuse. Ce qui entraînera l'augmentation du coût moyen pondéré du capital.

Cette section a porté sur les notions « politique de financement » et « structure financière ». Ainsi nous avons abordé les différents moyens primordiaux au financement de l'entreprise, mais aussi l'importance de la structure pour les différents acteurs de cette dernière.

Nous avons conclu que la structure financière de l'entreprise ne dépend pas du hasard mais relève d'une bonne décision prise par les dirigeants et qu'une bonne structure est un assemblage de dettes et de fonds propres qui permet à l'entreprise de bénéficier d'un coût du capital le plus faible possible.

# CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES ET NOTIONNELS DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

---

## *Conclusion :*

Dans de ce chapitre, nous avons présenté les fondements théoriques de la politique de financement et les effets qu'a cette dernière sur la valeur de l'entreprise.

Dans la première section, nous avons abordé les principales théories qui ont contribué à l'évolution de la politique de financement, des théories traditionnelles aux théories modernes. En 1958, les pionniers de la finance d'entreprise, Modigliani et Miller, avaient jugé sous l'hypothèse de perfection des marchés de capitaux, que la structure financière n'avait aucune incidence sur la valeur de la firme et que celle-ci était neutre. En 1963, en intégrant les effets de la fiscalité, M.M confirment que la firme a la possibilité de créer de la valeur en optimisant le choix de sa structure financière. En prenant en compte les spécificités propres à chaque système fiscal, plusieurs études empiriques ont infirmé le modèle de Miller et ont montré que l'endettement reste avantageux pour les firmes. Dès lors, la préoccupation est de voir qu'est ce qui limite l'endettement des entreprises. La théorie de compromis affirme qu'en raison des coûts de faillite l'endettement n'est pas sans limite. Il existe alors une structure financière optimale qui résulte d'un arbitrage entre les économies d'impôt liées à la déductibilité des charges d'intérêt et les coûts d'une éventuelle faillite.

La deuxième section a porté sur l'importance de la politique de financement et l'incidence de la structure financière sur l'entreprise. Dans ce cadre nous avons vu que la firme dispose de plusieurs sources de financement pour faire face à ses besoins et qu'elle est amenée à déterminer la structure financière optimale qui minimise le coût de faillite et maximise la valeur de l'entreprise.

Le coût du capital est une notion fondamentale pour les entreprises en matière de politique financière car c'est un élément qui sert à l'évaluation de la performance financière de la firme et qui est au cœur des mesures de la création de valeur. Cette dernière fera l'objet de notre deuxième chapitre.

## **CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.**

---

---

### ***Introduction :***

La théorie financière a identifié plusieurs objectifs pour l'entreprise à savoir : la pérennité de l'entreprise, l'accroissement du chiffre d'affaires ou de la part de marché, la minimisation des coûts. Mais dans les dernières décennies, l'attention a été portée sur l'objectif le plus fondamental à savoir la maximisation de la richesse des actionnaires et par conséquent, la création de valeur.

Dans un contexte de mondialisation des économies qui se traduit par une exigence de compétitivité croissante, les politiques de financement des entreprises sont plus que jamais soumises à une contrainte de performance. Dans ce contexte, la logique financière, ou plus exactement celle des marchés financiers, domine et fait de la création de valeur actionnariale son objectif principal, sinon unique. La maximisation de cette valeur pour les actionnaires est devenue le cadre de pensée dans lequel s'inscrit toute politique de financement dans un environnement concurrentiel.

Performance et création de valeur actionnariale sont devenues deux notions liées l'une à l'autre, au point que la création de valeur inscrite dans un processus continu et sans cesse croissant est désormais une notion qui traduit une nouvelle conception de la performance sous entendue financière : la création de valeur pour les actionnaires est devenue l'indicateur pertinent de performance capable de rendre transparent le lien entre les marchés financiers et la gestion interne des entreprises.

Une entreprise performante doit être à la fois efficace et efficiente. Dans ce chapitre nous allons traiter le concept de la performance et sa relation avec la politique de financement et apporter un éclairage sur la notion de la création de valeur en tant qu'approche d'évaluation de la performance financière de l'entreprise.

## **CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.**

---

---

### *Section 1 : L'impact de la politique de financement sur la performance financière*

La politique de financement est l'une des principales décisions prises par les dirigeants de l'entreprise. Avoir une structure de capital adéquate peut améliorer la performance de l'entreprise et par conséquent, créer de la valeur. Dans cette section nous allons examiner la relation qui existe entre la politique de financement et la performance financière.

#### **1-La performance financière de l'entreprise**

##### **1-1 Définition de la performance :**

Le concept de performance Selon le maitre-assistant Sogobossi Bertrand dans son article :

« La performance est un concept couramment utilisé dans le domaine de la vie des affaires. En effet, ce concept recouvre un vaste corpus de définitions et de pratiques diverses, dans différents champs de l'activité socio-économique »<sup>1</sup>. Cependant, il demeure difficile d'en donner une définition simple du fait de ses multiples dimensions.

D'après Philippe Lorino, « La performance est tout ce qui, et seulement ce qui contribue à atteindre les objectifs stratégiques »<sup>2</sup>.

MALLOT Jean Louis et Maitre JEAN Charles définissent la performance comme étant l'association de l'efficacité et de l'efficience, où l'efficacité consiste pour une entreprise à obtenir des résultats dans le cadre des objectifs définis et l'efficience correspond à la meilleure gestion des moyens, des capacités en relation avec les résultats.<sup>3</sup>

D'une manière générale, la performance est un résultat chiffré obtenu dans le cadre d'une compétition.

---

<sup>1</sup> SOGOBOSSI, Bertrand. « Perception de la notion de performance par les dirigeants de petites entreprises en Afrique ». La revue des sciences de gestion, Université CAMES, FASEG, édition : direction et gestion, page 118, janvier 2010.

<sup>2</sup> LORINO Philip, Méthode et pratique de la performance : « guide de pilotage, les éditions d'organisation », paris, 1998, P87.

<sup>3</sup> J.L MALLOT et C JEAN. « L'essentiel du contrôle de gestion, édition d'organisation » Paris, 1998, P.182.

## CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.

---

L'approche unidimensionnelle de la performance est une vision limitée tôt abandonnée, le concept de performance dans cette approche a été réduit à une dimension simple centrée sur la seule dimension financière. Cependant, la fin des années 80 a été consacrée à la naissance d'un environnement économique plus complexe au cours de la période 80-90. Cette nouvelle réalité a entraîné l'abandon de l'approche unidimensionnelle au profit d'une vision plus large présentée par différentes dimensions<sup>4</sup> telles que :

- **La performance stratégique :** Elle se définit comme le maintien d'une distance avec les concurrents, entretenue par une forte motivation (système d'incitation et de récompense) de tous les membres de l'organisation et d'une focalisation sur le développement durable<sup>5</sup>.
- **La performance concurrentielle:** Elle matérialise le succès qui résulte non seulement des seules actions de l'organisation, mais aussi de ses capacités à s'adapter, et même à s'approprier les règles du jeu concurrentiel dans son secteur d'activités.
- **La performance sociale:** Elle se définit comme mesure du niveau d'atteinte des objectifs de l'entreprise par rapport à la motivation et l'implication des salariés. Elle est généralement utilisée dans le cadre de l'évaluation du système de gestion des ressources humaines.
- **La performance économique et financière:** Elle peut être définie comme la survie de l'entreprise ou sa capacité à atteindre ses objectifs, cette performance est mesurée par des indicateurs quantitatifs tels que la rentabilité des investissements et des ventes, la profitabilité, la productivité, le rendement des actifs, l'efficacité...etc.<sup>6</sup>
- **La performance organisationnelle:** Elle se définit comme « Les mesures portant directement sur la structure organisationnelle et non pas sur ses conséquences éventuelles de nature sociale ou économique.

---

<sup>4</sup> ISSOR, Zineb « la performance de l'entreprise : un concept complexe aux multiples dimensions », n°17, édition 2017, P 37-38.

<sup>5</sup> PINTO Paul « La performance durable » éditions Dunod, Paris, 2003, P : 11

<sup>6</sup>Revue- des-sciences-de -gestion-2010-1-P 117.

## **CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.**

---

Ces indicateurs sont intéressants dans la mesure où ils permettent de discerner les difficultés organisationnelles au travers de leur première manifestation, avant que les effets induits par celle-ci ne soient ressentis d'un point de vue économique »<sup>7</sup>.

- **La performance commerciale:** Encore appelée performance marketing, elle peut être définie comme la capacité de l'entreprise à satisfaire sa clientèle en offrant des produits et des services de qualité répondant aux attentes des consommateurs.<sup>8</sup>

### **1.2- Définition de la performance financière :**

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

### **1.3- Objectif de la performance financière :**

Pour remplir sa mission l'entreprise fixe des objectifs intermédiaires, opérationnels ou d'exploitation qui permettent de s'acquitter de sa mission ultime. Ces objectifs peuvent être le profit maximum, la survie, la puissance et le pouvoir, la part de marché, l'augmentation du chiffre d'affaire...etc.<sup>9</sup>

### **1.4- Les indicateurs de la performance financière :**

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

---

<sup>7</sup>Kalika. M « structures d'entreprises : Réalités, Déterminants et Performance », éditions Economica, Paris, 1998, page 340

<sup>8</sup>ISSOR, Zineb, op.cit. page 39.

<sup>9</sup>KISEMPA M « Appréciation de la performance d'une entreprise privée à travers sa structure financière » cas de CILU, mémoire, L2 Gestion Financière, FASEG, UNIKIN, 2008-2009, Page 8, consulté en ligne le 20/11/2020.

## CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.

Selon VOYER (1999) : un indicateur de la performance est défini comme « une mesure liée à une valeur ajoutée, au rendement, à la réalisation et à l'attente des objectifs, aux résultats d'impacts et aux retombés. »<sup>10</sup>. On peut les classer comme suit :

### 1.4.1- Les indicateurs de la structure financière:

Les indicateurs de structure sont ceux qui sont fournis par les éléments émanant du bilan, d'où l'intérêt de calcul des ratios suivants :

**1.4.1.1- Les ratios de solvabilité :** Ils correspondent à la capacité de l'entreprise à rembourser ses dettes et à être solvable, ils donnent une image de la santé financière de l'entreprise.

- **Le ratio d'autonomie financière :** Il donne une indication sur le niveau d'endettement de la société. Il se calcule en divisant les capitaux propres par le total du bilan et permet d'apprécier l'importance des fonds propres par rapport à l'ensemble des ressources. Il est souhaitable qu'il se situe au moins à 50 %. Il se calcule comme suit<sup>11</sup>

$$\text{Ratio d'autonomie financières} = \frac{\text{CP}}{\text{Total des actifs}} * 100$$

- **Le ratio d'indépendance financière :** Il sert à analyser l'équilibre financier d'une entreprise. Il se calcule en divisant le montant des fonds propres par le total des capitaux permanents. Il doit se situer au moins à 50 % pour que la structure des ressources stables de l'entreprise soit équilibrée.

$$\text{Ratio de l'ndépendance financière} = \frac{\text{Capitaux propres}}{\text{Capitaux permanents}} * 100$$

- **Le ratio d'endettement :** est un indicateur financier analysant l'endettement d'une entreprise. Il est exprimé en pourcentage et mesure le niveau d'endettement d'une entreprise par rapport au total de passif. Plus le ratio est élevé, plus l'entreprise est endettée.

$$\text{Ratio d'endettement} = \frac{\text{Total des dettes}}{\text{Total passif}} * 100$$

<sup>10</sup> PIERRE Voyer « Tableaux de bord de gestion et indicateurs de performance », 2<sup>ème</sup> édition, Presses de l'Université Québec, 2011, P64

<sup>11</sup> Béatrice et Francis GRANDIGUILLOT « Analyse financière » ed Gualino 4<sup>ème</sup> ed, Paris 2007, P108.

## CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.

---

**1.4.1.2 -Le ratio de liquidité :** La liquidité mesure la capacité d'une entreprise à régler ses dettes à court terme arrivées à échéance. L'analyse de cette liquidité s'effectue à partir de ratios. On distingue :

- **Ratio de liquidité générale :** Il mesure la capacité d'une entreprise à s'acquitter de ses dettes à court terme.

Il se calcule en divisant l'actif circulant par le passif circulant. L'entreprise sera jugée solvable si ce ratio est au moins égal à 1. Il se calcule comme suit <sup>12</sup> :

$$\text{Ratio de liquidité générale} = \frac{\text{Actif à court terme}}{\text{Passif à court terme}} * 100$$

- **Ratio de liquidité immédiate :** Il permet d'évaluer la capacité d'une entreprise à rembourser ses dettes à court terme à l'aide d'actifs facilement mobilisables.

$$\text{Ratio de liquidité immédiate} = \frac{\text{Disponibilités}}{\text{Dettes à court terme}} * 100$$

**1.4.2- Les indicateurs d'activités:** Ils sont des grandeurs financières tirées du tableau de formation des résultats comme la rentabilité, l'EVA, la profitabilité et l'autofinancement :

**1.4.2.1-La rentabilité :** « La rentabilité est un indicateur d'efficacité établissant une comparaison entre les résultats obtenus et les moyens mis en œuvre pour obtenir ce résultat. En d'autres termes, c'est donc l'aptitude d'un capital à dégager un bénéfice ». <sup>13</sup>

Dans ce contexte on distingue la rentabilité économique de la rentabilité financière :

- **La rentabilité économique ROA (Return on Assets) :**

Selon l'INSEE, la rentabilité économique est un des indicateurs de la profitabilité d'une entreprise. Cette rentabilité économique est estimée à partir du résultat d'exploitation moins l'impôt sur les sociétés, rapportés aux capitaux stables de l'entreprise.

<sup>12</sup>Béatrice et Francis GRANDIGUILLOT op citée P 125.

<sup>13</sup>PIERRE Ramage : « Analyse et diagnostic financier » ; Edition d'organisation ; Paris ; 2001 ; page 145.

## CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.

---

Elle permet d'apprécier la performance d'une société en retenant l'ensemble de ses capitaux durables (capitaux d'endettement et capitaux propres)<sup>14</sup>, elle est mesurée comme suit<sup>15</sup>:

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

- **La rentabilité financière ROE (Return on Equity) :**

C'est une référence pour apprécier la rentabilité des capitaux investis par les actionnaires à dégager un certain niveau de profit. Elle est un indicateur pertinent de la mesure du potentiel du financement interne de la croissance de l'entreprise<sup>16</sup>. Elle est mesurée comme suit :

$$\text{Rentabilité financière} = \frac{\text{Résultat de l'exercice}}{\text{Capitaux propres}}$$

**1.4.2.2-EVA** : Représente les initiales du terme anglophone Economic Value Added. Également connu comme création de valeur intrinsèque,

Il s'agit d'un instrument de mesure de la création de valeur. Cet indicateur est utilisé à plusieurs niveaux dans une entreprise afin de mesurer la performance de chaque unité et département.

EVA est une mesure de performance opérationnelle qui permet sur un exercice comptable donné d'évaluer la rentabilité d'un investissement revenant aux actionnaires après rémunération du capital employé ou investi.

$$\text{EVA} = \text{actif économique} \times (\text{ROCE} - \text{CMPC})$$

Avec :

ROCE : Rentabilité économique après impôt.

CMPC : le coût moyen pondéré du capital

<sup>14</sup><https://comptabilite.ooreka.fr/astuce/voir/528361/rentabilite-economique>. Consulté le 22/11/2020

<sup>15</sup> JEAN Barreau, JACQUELINE Delahaye « Gestion financière DECF 4, manuel et application » ed dunod, 12<sup>ème</sup> édition, paris 2003 page 134.

<sup>16</sup>ALAINI Marion : « Analyse financière : concepts et méthodes » ; Edition Dunod ; Paris ; 2007 ; page 189.

## CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.

---

---

**1.4.2.3-La profitabilité :** C'est la capacité d'une entreprise à générer un résultat par son activité. C'est le rapport entre un résultat et des ventes<sup>17</sup>.

$$\text{Taux de profitabilité} = \frac{\text{Résultat}}{\text{Chiffre d'affaire}} * 100$$

**1.4.2.4-L'autofinancement:** C'est l'ensemble des ressources nouvelles engendrées par l'activité de l'entreprise et conservées durablement par celle-ci pour financer ses opérations à venir, il est parfois appelé résultat brut ou profit brut.

J. PIERRE et AL définissent l'autofinancement comme « la rétention de tout ou d'une partie des rémunérations annuelles des actionnaires en vue de couvrir les divers besoins de l'entreprise. Il s'agit donc d'un processus d'épargne réalisé au niveau de la société »<sup>18</sup>.

### 1.5-Caractéristiques d'une entreprise performante :

Les entreprises les plus performantes développent en elles, les éléments d'un dynamisme cumulatif. Ces éléments sont liés entre eux et déterminent la qualité générale de l'entreprise. Ils peuvent être regroupés dans les grands thèmes suivants<sup>19</sup> :

- Adaptation rapide à l'évolution : il s'agit de l'orientation dynamique des ressources en fonction des possibilités et des changements du marché.
- Ouverture au progrès : c'est l'ensemble des politiques qui permettent à l'entreprise de préparer à temps les transformations nécessaires. C'est le développement d'un esprit de recherche ainsi que des forces de création et de renouvellements nécessaires à la stratégie du progrès.
- Développement de la gestion : il s'agit d'un système de gestion qui favorise la mise en œuvre d'un progrès continu, qui assure une meilleure préparation et un meilleur contrôle de l'action. Il permet aux dirigeants de consacrer moins de temps aux opérations courantes et plus de temps à la croissance et à la créativité.

---

<sup>17</sup> JEAN Barreau, JACQUELINE Delahaye, Op.cit., P134

<sup>18</sup> GILLET Rolant, JOBERT JEAN.Pierre, NAVATTE Patrick, RAMABOURGE Philippe : « Finance d'entreprise, finance de marché, diagnostic financier », Edition dollaz, 1994, page 143.

<sup>19</sup> PHILIPPE de Woot, « La dynamique de l'entreprise performante » Ed Marabout, Paris, 1974, P 364.

## **CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.**

---

- Flexibilité des structures : c'est le choix des structures qui favorisent le progrès et diminuent la résistance au changement, il s'agit d'établir les structures selon les buts à atteindre et de définir les liaisons selon les impératifs de mouvements.
- Direction participative et développement des hommes : il s'agit de développer et diffuser un mode de direction qui consiste à mieux préciser les buts, à déléguer les pouvoirs et à contrôler les résultats plutôt que les moyens.
- Développement et justification du pouvoir de l'action : c'est l'ensemble des politiques permettant à l'entreprise de disposer d'un pouvoir suffisant, pour mettre en œuvre une stratégie de progrès. Ce sont les choix qui feront des pouvoirs le support autant que les résultats de cette stratégie.

Toutes ces caractéristiques sont liées et contribuent à former un processus unique qui est celui du progrès et de la croissance.

### **2- L'introduction en bourse et ses effets sur la performance de l'entreprise :**

Même si l'introduction en bourse n'a pas toujours à l'origine pour motif principal, la recherche de fonds propres externes, cette dernière apparaît à terme comme un élément déterminant.

#### **2.1-Les avantages de la cotation:**

Pour comprendre l'intérêt d'une introduction en bourse il est nécessaire d'inciter sur trois caractéristiques des actions cotées <sup>20</sup> :

- Elles permettent une séparation des fonctions des décisions et de propriété ; les actionnaires qui assument le risque ne sont pas tenus de participer à la gestion ;
- Elles sont parfaitement négociables ;
- Leur durée de vie n'est limitée que par celle de la société.

Ces propriétés offrent les avantages suivants :

- Le risque peut être réparti, mutualisé entre de nombreux agents ; cette répartition facilite la mobilisation des montants des capitaux élevés.

<sup>20</sup>Gérard Charreaux « Finance entreprise » Op citée. P186.

## **CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.**

---

- L'apparition d'un groupe d'agents spécialisés (les actionnaires) chargés d'assumer le risque, cette spécialisation permet de réduire les coûts d'information pour les autres agents économiques ;
- Il est possible de collecter des fonds importants afin de financer des actifs qui compte tenu de leur spécificité, seraient difficilement finançables par d'autres sources de financement, par exemple les actifs incorporels qui offrent souvent peu de garantie aux créanciers ;
- L'entreprise fait l'objet d'une valorisation continue sur le marché financier, cette valorisation d'une part apporte une aide précieuse aux dirigeants car elle permet d'apprécier la performance de l'entreprise. D'autre part, elle assure la mobilité du capital : elle facilite en particulier la transmission des entreprises.

### **2.2- Les inconvénients de la cotation:**

La cotation entraîne également des contraintes et des coûts<sup>21</sup> :

Les sociétés cotées sont soumises à des obligations plus sévères en matière d'information des tiers qui font l'objet d'une surveillance de la commission des opérations de bourse (la COB), elles payent des frais sous forme d'abonnement annuel pour être cotées. Enfin, la cotation, si le capital est fortement dispersé, fait encourir des risques de perte de contrôle pour les dirigeants, leurs entreprises pouvant faire l'objet d'une offre d'achat notamment sous forme d'OPA (offre publique d'achat) ou d'OPE (offre public d'échange).

---

<sup>21</sup>Gérard Charreaux « Finance entreprise » Op cité page 186

## **CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.**

---

### **3- Les effets de la politique de financement sur la performance financière:**

La politique de financement consiste à réparer et à prendre les décisions utiles en vue d'atteindre l'objectif de maximisation de la richesse énoncée.<sup>22</sup>

En effet le financement est l'une des décisions les plus cruciales que doivent prendre les dirigeants de l'entreprise. Cependant, cette décision ne se limite pas uniquement au choix du mode de financement et de ses modalités car celle-ci interfère avec d'autres décisions.

Concrètement, les options qui s'offrent aux dirigeants en matière de financement sont l'arbitrage entre dettes et fonds propres/quasi fonds propres, l'arbitrage entre financement interne et externe mais aussi l'arbitrage entre maturité des dettes

#### **3.1-Financement par endettement :**

La dette améliore la prise de décision des managers. Il faut cependant distinguer entre dette à long terme et dette à court terme, puisque le comportement du dirigeant peut être différent en fonction de la maturité de la dette détenue.

##### **Dette à long moyen terme DLMT**

Le financement par dette est l'une des solutions aux problèmes qui existent entre actionnaires et dirigeants par son rôle disciplinaire et incitatif à la réalisation du profit. D'autre part, l'endettement permet aux actionnaires de référence d'augmenter leur pouvoir économique en minimisant la dilution de leur participation au capital et de réduire le contrôle et la discipline imposés par le marché.

Néanmoins, plusieurs théories ont démontré qu'il existe une relation négative entre endettement et performance de l'entreprise

La théorie du financement hiérarchique précise que plus l'entreprise est rentable moins elle va s'endetter.

---

<sup>22</sup>HAJAR MOUATASSIM LAHMINI, ABDELMADJID IBENRISSOUL « Impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise marocaine » Cas des sociétés cotées des secteurs Immobiliers et Matériaux de Construction. Mémoire de master, université Jean Moulin LYON 3- France. Juin 2015. P 5. Consulté en ligne le 26/11/2020.

## **CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.**

---

En effet, les entreprises rentables réinvestissent leurs bénéfices alors que les entreprises moins rentables empruntent et augmentent ainsi leur levier, ce qui engendre une relation négative entre rentabilité et endettement. La priorité accordée à l'autofinancement est donc à l'origine de la relation négative entre endettement et performance.

Dans leurs travaux, Titman et Wessels (1988) et Titman & Maksimovic (1991) obtiennent aussi une relation négative entre l'endettement à long terme et la rentabilité. Ceci confirme les résultats de la théorie du financement hiérarchique.

### **Dettes à court terme DCT:**

Selon Scholes & Wolfson (1988) les entreprises ayant des doutes quant à leur situation fiscale ont une préférence pour la dette à court terme lorsque le taux d'impôt est élevé<sup>23</sup>. Dans ce cas, la dette à court terme sera non seulement moins coûteuse mais aussi le moyen le plus facile pour atteindre, temporairement, le niveau optimal d'endettement souhaité.

En outre, il a été démontré empiriquement que le recours à la dette à court terme est fonction de la taille de l'entreprise. Plus celle-ci est petite, plus elle fera appel à la dette à court terme (Titman & Wessels, 1988).

En effet la théorie du signal démontre d'une part que les banques se basent sur la rentabilité passée de l'entreprise pour évaluer son risque et décider en conséquence d'augmenter sa capacité d'emprunt. D'autre part le niveau d'endettement qui est un signal donné par les gestionnaires de la firme quant à la qualité et la valeur de ses projets futurs. Selon cette théorie, la dette contractée a un impact positif sur la performance de l'entreprise.

A priori, nous ne connaissons pas d'études empiriques qui fournissent la preuve sur la relation qui devrait exister entre la dette à court terme et la rentabilité, sauf l'étude de Titman & Wessels, qui ont démontré une forte et importante corrélation négative entre la rentabilité et le ratio dette à court terme sur valeur marché des fonds propres. En se basant sur cette analyse, nous pouvons donc supposer qu'il existe une relation (positive ou négative) entre dette à court terme et performance de l'entreprise.

---

<sup>23</sup>HAJAR MOUATASSIM LAHMINE, ABDELMADJID IBENRISSOUL op citée page 6

## **CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.**

---

### **3.2-Financement par fonds propres : émission d'actions nouvelles/ Autofinancement :**

La théorie de compromis suppose qu'aucun mode de financement n'est a priori préféré. A contrario, selon la théorie de financement hiérarchique (Myers, 1984), il existe une relation positive entre Autofinancement et performance de l'entreprise, il est le moyen privilégié des dirigeants.<sup>24</sup>

Il est donc théoriquement prouvé que la décision d'émettre des actions est le dernier recours des dirigeants étant donnée la quantité d'informations qu'ils devront partager avec les nouveaux actionnaires.

Cependant, dans le modèle de Giammarino & Neave (1982) dans lequel les dirigeants et investisseurs partagent les mêmes informations relatives à l'entreprise à l'exception du risque, l'émission d'actions dominera l'émission de dettes, dans la mesure où les dirigeants préfèrent lever de la dette quand ils savent que l'entreprise est plus risquée que ce que pensent les investisseurs. En réalisant cela, ces derniers refusent d'acquiescer la dette et s'orientent vers les actions ou la dette convertible (Myers & Majluf, 1984).

Toutefois, la théorie de signal stipule qu'il existe une relation négative entre émission d'actions nouvelles et performance de l'entreprise : lorsqu'une nouvelle émission d'actions est annoncée, le cours du titre réagit négativement, la perte de valeur au préalable va augmenter en fonction de la taille de l'émission d'actions requise.

À travers cette section nous avons pu aborder les différents types de performance en nous focalisant sur la performance financière, son objectif, ses indicateurs de mesure et les effets de la politique financière sur cette dernière.

En définitif, toute entreprise doit établir et maintenir un bon degré de rentabilité, de solvabilité et de liquidité pour assurer une bonne santé financière, créer de la richesse ainsi de la valeur.

La multiplicité des définitions de la création de valeur a donné lieu à une multitude d'indicateurs pour évaluer la valeur de l'entreprise, ce qui fera l'objet de la section qui suit.

---

<sup>24</sup>HAJAR MOUATASSIM LAHMINE, ABDELMADJID IBENRISSOUL, op cité p 6.

## **CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.**

---

### *Section 2 : Mesures et indicateurs de création de valeur*

La création de valeur actionnariale est considérée autant comme un moyen de mesure à posteriori de la performance de l'entreprise, qu'un outil de pilotage stratégique aux mains des dirigeants qui doivent agir en fonction de la maximisation de la richesse des actionnaires.

L'objectif de cette section est d'apporter un aspect sur la notion de la création de valeur en tant qu'approche d'évaluation de la performance de l'entreprise, et les méthodes comptables de mesure de cette dernière.

#### **1- Les concepts de la création de valeur :**

Le terme valeur est utilisé dans de nombreux domaines<sup>25</sup>. C'est ce que représente un bien ou un service. Cette notion peut s'exprimer financièrement, dans la plupart des cas, mais aussi parfois de façon plus qualitative et symbolique.

Sur le plan économique, la valeur est attribuée à un bien ou un service par rapport à différents critères, comme la quantité de travail nécessaire à sa production, son utilité ou le prix du marché (fonction de l'offre et de la demande). C'est pour cela qu'il existe différentes notions de valeurs : la valeur produite, la valeur ajoutée, la valeur marchande...etc.

Dans le domaine de la finance, la valeur d'un actif physique ou financier est donnée par la valeur actualisée de tous les flux financiers espérés qu'il permet de générer.

Une entreprise sera capable de créer de la valeur lorsqu'elle dégagera sur son actif économique un taux de rentabilité économique (après impôts) supérieur au coût de l'argent (capitaux propres et endettement net) qu'elle a mobilisé pour le financer<sup>26</sup>.

La création de valeur consiste, d'une part, à accroître la productivité de l'entreprise et, d'autre part à rechercher une croissance durable et rentable.

---

<sup>25</sup> [www.journaldunet.fr/business/dictionnaire](http://www.journaldunet.fr/business/dictionnaire). Consulté le 28/11/2020.

<sup>26</sup> Vernimmen Pierre, « Finance d'entreprise » Ed Dalloz 5<sup>ème</sup> édition (2002), Paris, P 310.

## **CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.**

---

La création de valeur peut s'apprécier à travers la capacité de l'entreprise à effectuer des investissements, plus ou moins risqués, avec une rentabilité qui est supérieure au coût moyen pondéré du capital. Elle s'effectue au profit de l'ensemble des investisseurs, actionnaires et créanciers (amélioration de la structure financière) de la société.

D'une manière générale la création de valeur est l'aptitude d'une entreprise à être rentable, profitable, performante et à faire évoluer son cours de bourse sur le long terme.

### **2-Mesures de la création de valeur :**

Les différents modèles de création de valeur actionnariale utilisent une variable commune, le coût du capital investi qui sert de référentiel pour la mesure de la performance. Les hypothèses sont celles des modèles financiers classiques basés sur la rationalité des acteurs qui sont opportunistes. La place prise par le thème de la création de valeur en finance a conduit au développement d'une batterie d'indicateurs qui tentent de la mesurer<sup>27</sup> : Ces indicateurs peuvent être de trois natures : économique, comptable et boursière.

#### **2.1- Les indicateurs de nature économique :**

D'abord, les indicateurs de nature économique sont apparus avec la prise de conscience que la rentabilité dégagée est, en tant telle un critère insuffisant en matière de valeur puisqu'elle ne prend pas en compte la notion de risque. La rentabilité dégagée reste à comparer au coût des capitaux employés, c'est-à-dire au coût moyen pondéré du capital pour mesurer si de la valeur a été créée ou détruite.<sup>28</sup>

**2.1.1 La valeur actuelle nette (VAN) :** Traduit la création ou la destruction de valeur dégagée par l'allocation des ressources de l'entreprise. Une création de valeur signifie donc que les investisseurs anticipent l'existence d'une certaine rente sur une certaine durée dont la valeur actuelle permet à l'actif économique de l'entreprise de valoir plus que son montant comptable.

---

<sup>27</sup> Mbaye Fall Diallo, « La création de valeur dans l'entreprise : le rôle de la gouvernance et des leviers financiers », mémoire master en gestion, département économie et finance, université Paul Cézanne Aix Marseille 3, 2001, page 45, consulté en ligne le 28/11/2020.

<sup>28</sup>idem.

## CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.

---

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

Avec :

$$VAN = -c + R \text{ année } 1 \times (1 + i)^{-1} + R \text{ année } 2 \times (1 + i)^{-2} + \dots + R \text{ année } n \times (1 + i)^{-n} + V \times (1 + i)^{-n}$$

**C** : Capital investi ;

**i** : taux d'actualisation ;

**R** : Recettes nettes d'exploitation prévues ;

**V** : Valeur résiduelle de l'investissement ;

L'investissement est rentable lorsque la valeur actualisée des recettes prévues est supérieure au montant des capitaux investis, donc lorsque la valeur actuelle nette est positive.

Si la valeur actuelle nette est négative, cela signifie que l'investissement ou le projet n'est pas suffisamment rentable.

**2.1.2-L'Economic Value Added (EVA) :** Critère aussi appelé profit économique, Elle mesure l'enrichissement de l'entreprise sur un exercice et tient compte, non seulement du coût de la dette mais aussi du coût des capitaux propres.

L'EVA a pour objectif de mesurer le profit économique généré par une unité productive sur une période donnée à partir des actifs en place<sup>29</sup>.

L'innovation de l'approche de l'EVA, consiste à dégager un niveau de résultat à partir duquel de la valeur est créée puisqu'il est calculé après rémunération des créanciers et des actionnaires sur les fonds qu'ils ont apportés à l'entreprise. Le profit économique mesure d'abord quel a été le taux de rentabilité économique en surplus du coût moyen pondéré du capital. Cet écart est ensuite multiplié par le montant comptable de l'actif économique de début de période pour la création de valeur de la période,

---

<sup>29</sup> Roland Portait, Patricia Charlety, Denis Dubois, Philippe Noubel : « Les décisions financières de l'entreprise », édition Puf, Paris, 2004, Page 448.

## CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.

---

Soit :  $\text{Profit économique} = \text{Actif économique} \times (Re - k)$

Où : **Re** : Le taux de rentabilité économique comptable après impôt

**K** : Le coût moyen pondéré du capital.

- Un EVA positif signifie : que la rentabilité des capitaux engagés couvre le coût, il est obtenu par la différence entre le taux de rendement des capitaux engagés et le coût du capital, multipliée par les capitaux engagés.

Elle peut s'écrire comme suit <sup>30</sup>:

$$EVA = (ROIC - CMPC) \times CI$$

Avec : **ROIC** : Taux de rentabilité des capitaux investis ou Return On Invested Capital.

**CMPC** : Coût Moyen Pondéré du Capital ; **CI** : Capitaux Investis.

**2.2-Les indicateurs de nature comptable** : Ils représentent le BPA, les taux de rentabilité comptables, PBR ;

**2.2.1-Le Bénéfice Par Action (BPA)** : C'est le critère le plus utilisé aujourd'hui en raison du lien direct qui l'unit à la valeur de l'action par le multiple du résultat net (PER).

En fait, le critère de BPA ne peut être un indicateur pertinent de création de valeur que si trois conditions sont respectées :

- Le risque de l'actif économique doit être le même d'un exercice sur l'autre, ou avant et après une opération (fusion, augmentation de capital, investissement...etc) ;
- Le taux de croissance des résultats doit être le même avant et après une opération donnée ;

---

<sup>30</sup> Grégory Denglos, « la création de valeur, modèles, mesure, diagnostic », édition dunod , paris 2003, Page 152.

## CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.

---

- La structure financière de l'entreprise doit être la même d'un exercice sur l'autre, ou avant et après une opération donnée.

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

**2.2.2-Les taux de rentabilité comptables** : regroupent quant à eux le taux de rentabilité des capitaux investis (ROIC) et le Cash-Flow Return on Investment (CFROI) qui, dans sa version simplifiée rapporte l'excédent brut d'exploitation à l'actif économique pris en valeur brute.

- Le taux de rendement des capitaux investis ROIC renseigne sur la rentabilité générée par les capitaux employés<sup>31</sup>.

Il est calculé en rapportant le résultat d'exploitation aux capitaux investis pour parvenir à ce résultat. Le taux de rendement des capitaux investis se calcule comme suit:

$$ROIC = \frac{RE}{CI}, ROIC = \frac{RE}{Cp + D}$$

Avec : **RE** : Résultat d'exploitation

**CI** : Capitaux investis

**Cp** : Capitaux propres

**D** : Dettes

**2.2.3- Le Price to Book Ratio PBR** : Il désigne le ratio entre la valeur de marché des capitaux propres (c'est-à-dire le niveau de la capitalisation boursière) et la valeur comptable d'une société<sup>32</sup>.

$$PBR = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{valeur nette comptable}}$$

<sup>31</sup> ASSOUS Nassima, op citée page 119.

<sup>32</sup> Comptabilité.Orreka.fr consulté le 06/12/2020

## CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.

---

---

- PBR <1 si la rentabilité espérée des capitaux propres est inférieure à la rentabilité exigée par les actionnaires, la société est sous-évaluée (Sa valeur boursière est moindre que sa valeur comptable).
- PBR > 1 si la rentabilité espérée est supérieure à la rentabilité exigée, la société est réputée surévaluée. Le ratio indique alors combien de fois les investisseurs sont prêts à payer une action au-delà de sa valeur comptable.
- PBR proche de 1 désigne une valeur de rendement dont l'actif net est équivalent à sa capitalisation boursière.

### 2.3-Les indicateurs de nature boursière :

Les indicateurs de nature boursière sont : la Market Value Added (MVA) et le Total Shareholder Return (TSR).

**2.3.1-Market Value Added (MVA) :** (création de valeur boursière, ou valeur ajoutée de marché) est la capitalisation boursière nette des capitaux investis, la richesse accumulée envers les actionnaires, depuis l'introduction en bourse. Elle n'augmente que si le rendement opérationnel des capitaux investis est supérieur au coût du capital. Elle se calcule comme suit<sup>33</sup>:

$$MVA = \text{capitalisation boursière} + \text{valeur de l'endettement} - \text{montant comptable de l'actif économique.}$$

Cependant, dans la plupart des cas, en l'absence d'information, la création de valeur boursière est approximée par la différence entre la capitalisation boursière et le montant comptable des capitaux propres.

- Une MVA > 0 reflète un marché optimiste quant à la capacité des dirigeants à créer de la richesse au-delà des exigences de rentabilité.

---

<sup>33</sup>ASSOUS Nassima, Op citée, P195.

## CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.

---

- Une  $MVA < 0$  signifie que le marché prévoit une rentabilité insuffisante face au coût des capitaux.

En effet la capitalisation boursière correspond à la valeur marchande d'une société cotée, c'est-à-dire la valeur de l'ensemble des actions d'une entreprise en circulation sur le marché. Il est important de distinguer la valeur théorique des capitaux propres indiqués au passif du bilan, et celle du marché. Cette valeur représente la valeur réelle des capitaux propres d'une entreprise. C'est le prix auquel la société pourrait en théorie être rachetée si un investisseur voulait s'emparer de la totalité des actions.

### 2.3.2-Total Shareholder Return (TSR) :

Il se calcule comme le taux de rentabilité de l'actionnaire qui a acheté l'action en début de période, a touché des dividendes que le plus on suppose réinvestis dans l'achat de nouvelles actions, et qui valorise en fin de période son portefeuille sur la base du dernier cours de l'action. Il s'agit en réalité d'un taux de rendement actuariel dont le calcul doit s'effectuer sur une assez longue période (5 à 10 ans) afin de laisser l'impact des variations boursières erratiques.

Il se calcule comme suit<sup>34</sup> :  $TSR = \frac{(P_1 - P_0) + D}{P_0}$

**P0** : Le cours de souscription de l'action

**P1** : Le prix de l'action en fin d'année

**D1** : Le dividende versé majoré de l'avoir fiscal

Ces deux indicateurs peuvent faire apparaître une destruction de valeur alors même que l'entreprise a dégagé sur son actif économique une rentabilité supérieure au coût du capital. C'est d'ailleurs pour cette raison que l'ancienne autorité de régulation des marchés (COB) avait préconisé l'établissement d'une distinction claire entre indicateurs de performance économique et indicateurs de valeur boursière.

---

<sup>34</sup>BENNAFA FARIZA, « création, mesure et management de la valeur actionnariale » cas du groupe DANONE Mémoire en vue de l'obtention du diplôme en magister en science de gestion, UMMTO, 2015.P163

## CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.

---

---

### 3-L'importance du CMPC pour la mesure de la création de valeur :

On ne peut pas parler de création ou de destruction de valeur sans autant comparer les indicateurs auparavant cités avec le coût moyen pondéré du capital ;

En effet ce coût correspond au coût moyen pondéré du capital CMPC, il représente la rentabilité minimum que doit réaliser l'entreprise en investissant les fonds mis à sa disposition dans des projets rentables.

Il s'agit d'un taux de rentabilité rémunérant les participations des apporteurs de fonds principalement les actionnaires et les créanciers. En supposant que l'entreprise est entièrement financée par dettes et fonds propres, Le coût du capital peut s'écrire de la manière suivante <sup>35</sup>:

$$\text{CMPC} = r_c \left( \frac{C_p}{C_p + D} \right) + r_f(1 - T) \left( \frac{D}{C_p + D} \right)$$

Où :

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

**rf(1-T)**: Coût des fonds empruntés.

**rc** : Coût des fonds propres.

**D** : Valeur de la dette totale de l'entreprise.

**Cp**: Valeur des fonds propres de l'entreprise.

La définition du coût de capital est une étape très importante et fondamentale en finance, c'est un élément qui sert au choix d'investissement ainsi qu'à l'évaluation de la valeur de l'entreprise pour des objectifs bien déterminés. Cependant, il n'y a pas de ressources financières gratuites.

Que l'entreprise fasse appel au financement par fonds propres ou par dettes, elle est tenue de rémunérer les coûts de chacun de ces modes de financement (coût des fonds propres et coût de dette).

---

<sup>35</sup> Gérard Charreaux « Finance d'entreprise ». Op citée P 153

## CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.

---

### 3.1- Coût des fonds propres :

Généralement les fonds propres se caractérisent par un coût implicite (coût d'opportunité) correspondant à la rémunération exigée par les actionnaires détenteurs des titres sous forme de dividendes ou de gains en capital. Le coût des fonds propres résulte de l'exigence de rémunération exprimé par les actionnaires ou du taux de rémunération servi aux actionnaires de manière à maintenir leur satisfaction à l'égard des titres détenus. Ce taux de rentabilité requis est influencé par le niveau de risque affectant le titre. Plus le risque d'exploitation et le risque financier sont élevés plus la prime de risque est élevée et le coût des fonds propres augmente.

Pour l'actionnaire, le coût des capitaux apportés est le taux d'actualisation qui égalise la somme des entrées et des sorties de trésorerie pour l'actionnaire.

Ce coût pour une firme  $i$  devrait être égal au taux de rendement que l'investisseur peut obtenir d'un actif sans risque  $RF$ , augmenté d'une prime de risque  $E(Rm)-RF$  multipliée par une mesure de risque systématique  $\beta_i$ .<sup>36</sup>

Plusieurs modèles permettant la quantification de taux de rentabilité exigé par les actionnaires. Parmi ces modèles, le MEDAF (modèle d'équilibre des actifs financiers), à savoir <sup>37</sup> :

$$E(Ri) = RF + (E(Rm) - RF)\beta_i$$

### 3.2- Coût de la dette :

C'est le taux d'intérêt exigé par les institutions financières. Il correspond au coût explicite qui est calculé généralement après impôt compte tenue de la déductibilité fiscale financière induites.

Le coût actuariel de l'emprunt est le taux d'actualisation qui égalise la valeur actuelle des annuités au montant du capital emprunté et initialement encaissé. Il importe d'intégrer la commission et les frais de dossiers prélevés par la banque (qui viennent en diminution du capital emprunté) ainsi que les coûts de prise de garantis (frais et taxes payées) dans le calcul du coût de l'emprunt.

<sup>36</sup>Piget Patrick, « Décisions d'investissement, incertitude et informations » Economica, 2011 P 103.

<sup>37</sup>Nadia KANAZI « coût du capital », Op citée, P4

## CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.

---

Le taux actuariel net de l'emprunt résulte donc de l'égalisation du montant encaissé de l'emprunt à la somme des flux de remboursement actualisés induits par cet emprunt.

Mathématiquement<sup>38</sup> : 
$$ME = \frac{\sum_{t+1}^n R_t + I_t - E_t}{(1+K_d)^t}$$

Kd : coût de la dette recherché

ME : montant encaissé

Rt : remboursement de la période t

It : charge d'intérêt de la période t

Et : économie d'impôt de la période t lié à la charge d'intérêt et à l'amortissement de la prime.

A défaut d'information, le coût des dettes est un coût moyen que l'on obtient en rapportant aux dettes d'emprunt les charges financières inscrites au compte de résultats. Le taux nominal des dettes est un taux brut alors que le coût réel pour l'entreprise est le taux net de l'économie d'impôt. Le coût est calculé après impôt dès lors que les charges d'intérêts au profit des créanciers, à la différence des dividendes versés aux actionnaires, sont déductibles du résultat imposable. Pour l'entreprise, les dettes sont donc moins chères que les fonds propres

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

---

<sup>38</sup> Nadia Kanazi, op citée. P13

## **CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.**

---

### **4- L'impact de la politique de financement sur la création de valeur :**

La politique de financement joue un rôle primordial non seulement par sa contribution au financement des projets mais aussi par l'arbitrage qu'elle permet entre les différentes sources de financement<sup>39</sup>.

La technique d'arbitrage est un facteur clé de création de valeur, qui permet à l'entreprise de bien réussir ses choix de financement en comparant les coûts et les gains relatifs à chaque mode de financement

Selon les analystes, la structure financière est l'une des origines de la création de valeur, car celle-ci joue un rôle capital dans la maximisation de la rentabilité. En effet, le choix de la structure financière permet la création de valeur dans la mesure où il permet à l'entreprise une meilleure adaptation aux fluctuations de son environnement

La maximisation de la valeur par la recherche d'une structure financière optimale est un élément fondamental de la politique financière de l'entreprise.

L'étude de la structure financière repose sur la relation entre les différentes ressources de financement à savoir les fonds propres et les dettes. Le recours à chacun de ces modes de financement doit avoir un impact positif sur la valeur de l'entreprise, notamment sur celle créée pour les actionnaires. De ce fait, le choix entre le financement par fonds propres ou par dettes doit s'effectuer en se basant sur le principe d'arbitrage entre les coûts et les gains inhérents de ces deux ressources de financement.

Cependant, trois cas peuvent se produire. Le premier, lorsque la rentabilité des capitaux engagés (investis) est supérieure au coût de la dette (le taux d'intérêt), la rentabilité des fonds propres atteint son maximum et l'entreprise privilégie le financement par dettes. Le deuxième, lorsque la rentabilité économique ne couvre pas le coût de la dette, la rentabilité des fonds propres sans endettement sera supérieure à celle avec endettement. Ceci implique que l'entreprise ne bénéficie pas d'une économie d'impôts en recourant à la dette et de ce fait, elle est amenée à privilégier le financement par fonds propres, lui évitant au moins de supporter des charges financières.

---

<sup>39</sup> ASSOUS Nassima, Op citée, P 83 à 106.

## **CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.**

---

Le troisième cas se produit lorsque la rentabilité économique est égale au coût de la dette. Cela, implique une stabilité de la rentabilité financière. Donc, il n'y a pas d'influence de l'endettement sur la rentabilité financière, mais en se référant au principe d'autonomie financière et de capacité d'endettement, il est préférable pour l'entreprise de privilégier le financement par fonds propres.

Tout ce qui affecte le taux d'endettement influence le coût des fonds propres. En effet, les dettes génèrent des coûts fixes, leurs couvertures dépendent des résultats à réaliser. Si ces derniers seront inférieurs aux coûts des dettes, le poids des coûts fixes absorbera le résultat qui devrait revenir aux actionnaires. C'est ainsi qu'on considère que tout facteur influençant le taux d'endettement modifie considérablement le coût des fonds propres. Dès lors, l'entreprise est tenue d'accorder une importance considérable à la rentabilité économique, et ce en adoptant une bonne politique de choix des investissements.

Une politique d'investissement générant une rentabilité supérieure au coût du capital maximise la valeur de l'entreprise et enrichie, de ce fait, même les actionnaires car le résultat revenant à ces derniers n'est plus affecté, ni absorbé par le coût de la dette. Dans le cas contraire, l'entreprise est destructrice de valeur.

L'appréciation de la création de valeur ne se fait qu'en se basant sur le coût du capital, car il ne représente que le rendement minimum que doit réaliser l'entreprise et le rendement que les actionnaires s'attendent à percevoir s'ils placent leur fonds dans un projet financier similaire<sup>40</sup>.

Son analyse nécessite l'étude du coût des fonds propres et des dettes qui proviennent des actionnaires et des créanciers.

De ce fait, la création de valeur s'évalue en comparant le taux de rentabilité réalisé au coût du capital. A mesure que ce dernier augmente, l'entreprise est contrainte d'augmenter sa rentabilité pour créer de la valeur.

---

<sup>40</sup>Sélima Ben Ammar Ben Yedder, « Efficience, problèmes d'agence et création de valeur pour l'actionnaire au sein des banques », thèse de doctorat en sciences économiques, université paris 9, 2007, Page 163. Consulté en ligne le 13/12/2020.

## **CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.**

---

Lors du choix de la politique de financement, l'entreprise est tenue d'analyser l'impact de chaque mode de financement qu'il soit positif ou négatif. Le recours à l'endettement est créateur de valeur dans la mesure où il est choisi en fonction de plusieurs critères et en tenant compte de plusieurs facteurs à l'origine de la création de valeur.

La politique de financement peut participer à la création de valeur en répondant à trois exigences<sup>41</sup> autre l'avantage fiscal. Ils s'agissent :

➤ **Des facteurs liés à la flexibilité financière qui permet de profiter des opportunités d'investissements**

L'entreprise doit avoir une capacité financière considérable, lui permettant de saisir, au bon moment, les opportunités de croissance qui se présentent dans un environnement progressant. Le choix de sa structure financière doit dépendre donc de cette contrainte pour qu'elle ait des degrés de liberté financière. Par conséquent les entreprises dont le taux d'endettement est élevé trouvent des difficultés majeures à mobiliser des ressources plus rapidement que leurs concurrents et, donc profitent moins des opportunités de croissance dont la valeur y dépend fortement. La politique de financement est d'autant plus créatrice de valeur que l'entreprise dispose des degrés de liberté financière.

➤ **A l'analyse de la situation opérationnelle de l'entreprise en étudiant notamment le niveau du risque d'exploitation et les conditions de l'endettement financier**

En effet, la politique de financement doit être alignée sur la situation opérationnelle de l'entreprise, et ce en choisissant l'endettement en fonction de plusieurs critères et en évitant de procéder à des diminutions de sa charge fiscale grâce aux politiques d'amortissement et de provisions. Étant donné que l'avoir fiscal dont bénéficient les actionnaires augmente plus lorsque l'entreprise se désendette, cette dernière ne bénéficie pas de l'économie fiscale en se désendettant, mais elle peut être amenée à utiliser sa politique d'amortissement et de provisions comme un moyen de réduction sa charge fiscale. Ce qui ne reflète pas, certes, la situation opérationnelle réelle de l'entreprise.

---

<sup>41</sup>Jean-Florent Rérolle, « valeur et gouvernance », article consulté en ligne, Page 113

## **CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.**

---

---

### **➤ A la participation à l'émission de signaux positifs à l'égard du marché**

La politique de financement doit être considérée comme un moyen d'exploiter les opportunités de croissance de l'entreprise, renforçant ainsi son potentiel de création de valeur. De plus, elle doit aider le marché à construire ses anticipations de rentabilité future. Toute décision financière prise par l'entreprise doit être signalée au marché car les réactions de ce dernier font partie intégrante du processus de création de valeur, notamment pour les entreprises cotées. Elle doit rassurer les pourvoyeurs de fonds sur l'utilisation des ressources de l'entreprise.

La finance d'entreprise se préoccupe de la recherche de l'allocation des ressources financières de façon à permettre à l'entreprise de créer de la valeur. Cette dernière ne crée de la valeur que si la rentabilité de son projet d'investissement soit supérieure au coût des capitaux investis. Toute création de valeur à ce niveau affecte immédiatement l'accroissement de la performance, de la compétitivité, de la créativité, des capacités et de la différenciation concurrentielle. Elle induit proportionnellement un accroissement de la valeur intrinsèque de l'organisation.

## **CHAPITRE 2 : LE LIEN ENTRE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ENVISAGÉE SOUS L'ANGLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.**

---

---

### *Conclusion :*

La politique de financement constitue un élément primordial pour toute entreprise objective, créatrice de valeur et qui veut garantir sa performance financière.

Ce chapitre en premier lieu, nous a permis d'appréhender les indicateurs de performance financière, il s'agit d'une appréciation de la performance financière à partir des ratios, et de voir quelles sont les variables qui contribuent à la performance.

En deuxième lieu, nous avons évoqué la création de valeur qui est considérée comme un outil d'évaluation de la performance. En effet pour créer de la valeur, l'entreprise doit dégager une rentabilité supérieure au coût des différentes sources de financement utilisées.

Cependant, la mesure de la création de valeur n'est pas normalisée, et dépend donc largement des outils et des critères utilisés. Plusieurs paramètres doivent être pris en considération pour mesurer cette dernière, parmi eux la valeur économique ajoutée EVA qu'est l'excédent du résultat dû à l'activité d'une organisation par rapport au coût du financement des apporteurs de capitaux.

Pour bien comprendre le principe de la création de valeur, et sa liaison avec la politique de financement ainsi que le coût du capital, il convient d'étudier un cas réel, en outre, étudier le cas « BIOPHARM » qui est une entreprise pharmaceutique cotée à la bourse d'Alger, et qui fera l'objet de notre troisième et dernier chapitre.

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

---

### *Introduction :*

Dans la mesure où l'objectif principal de notre recherche est celui d'estimer l'impact de la politique financière adoptée par une entreprise sur sa création de valeur, nous allons nous pencher sur une analyse descriptive du cas du groupe BIOPHARM, que nous avons sélectionné selon ses caractéristiques adéquates aux exigences de notre recherche en terme d'informations, Afin de pouvoir vérifier les hypothèses de notre recherche. Ainsi, nous allons présenter ce groupe, tout en étudiant l'origine et les objectifs de sa cotation à la bourse d'Alger.

Nous tenterons aussi de comprendre la démarche de cette entreprise à la lumière des perspectives théoriques et des différents concepts développés au cours des chapitres précédents afin de déterminer sa politique de financement et de détecter si elle est réellement créatrice de valeur tout en se basant sur les différentes formules précitées. Ainsi nous ferons part de la présentation de BIOPHARM dans la première section, et de l'évaluation de sa création de valeur intrinsèque et boursière dans la deuxième.

### *Section 1 : Présentation et historique du groupe BIOPHARM.*

Cette section a pour objectif de présenter l'entreprise à travers son histoire, sa mission, son activité et ses objectifs d'introduction en bourse...etc.

#### **1. Présentation du groupe BOPHARM :**

BIOPHARM, laboratoire pharmaceutique algérien, est un groupe industriel et commercial qui a investi au début des années 1990 dans le secteur pharmaceutique et qui dispose aujourd'hui d'une unité de production aux normes internationales et d'un réseau de distribution aux grossistes et aux pharmacies<sup>1</sup>.

Après près de deux décennies d'intense activité, BIOPHARM est arrivé à une étape importante de son développement qui a nécessité une restructuration.

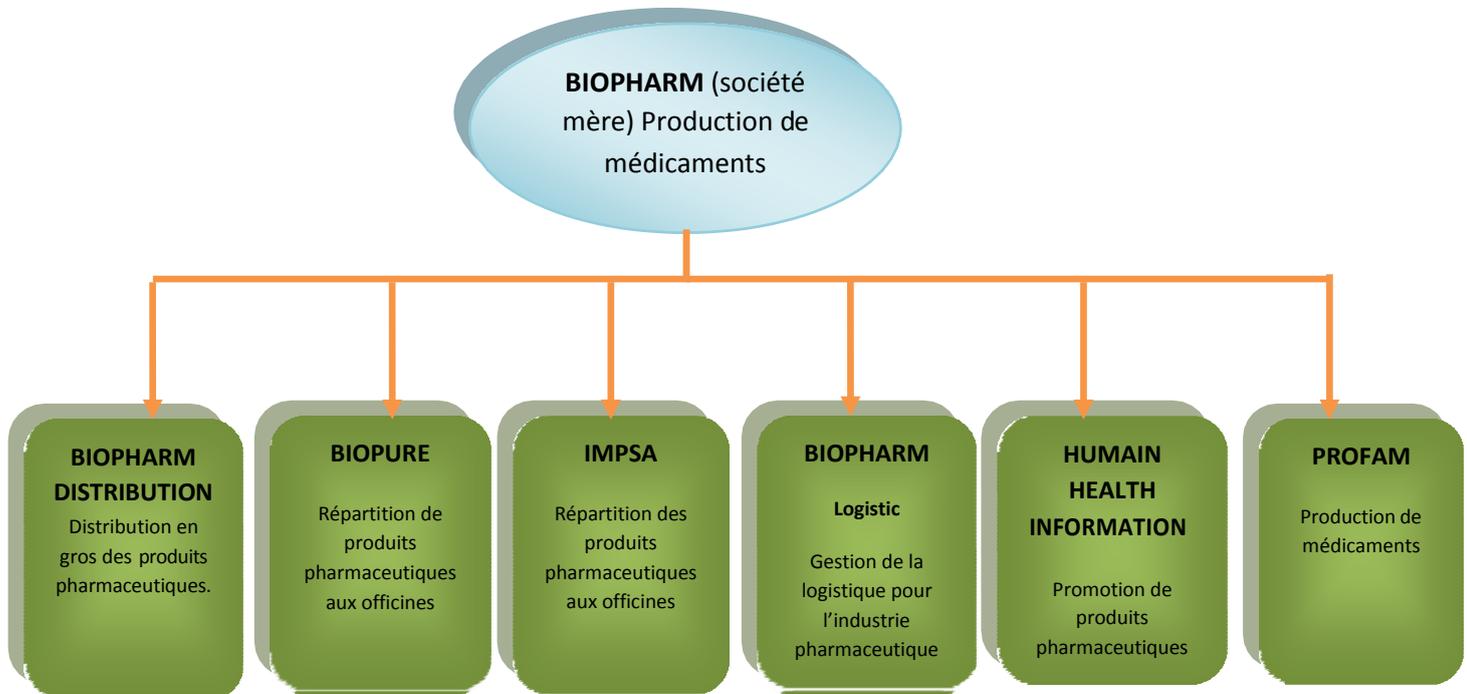
---

<sup>1</sup> <https://www.biopharmdz.com/> consulté le 24/12/2020

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

BIOPHARM a commencé par adapter progressivement sa structure organisationnelle en tant que Groupe autour de ses différentes filiales présentées dans l'organigramme Ci-dessous <sup>2</sup>:

Figure n°1 : Filiales de la SPA BIOPHARM.



Source : Rapport annuel –BIOPHARM 2019

### Fiche signalétique :

- ◆ Raison sociale : Biopharm SPA
- ◆ Création : 1991.
- ◆ Fondateurs : Abdelmadjid Kerrar.
- ◆ Forme juridique : SPA.
- ◆ Siège social : 18, Rue de la zone industrielle, route de la gare, Haouche Mahieddine, Reghaia, Wilaya d'alger
- ◆ Président du conseil d'administration : Sofiane LAHMAR.
- ◆ Directeur Général : Abdelouahed KERRAR (PDG), Kamel AMEUR.
- ◆ Activité : Développement, Production et distribution des produits pharmaceutiques.
- ◆ Produits : Médicaments divers, gamme OZE et Nutribio.
- ◆ Filiales: Biopharm distribution, Biopure, IMPSA, Biopharm Logistic, Human Health Information et Profam.

<sup>2</sup> Rapport financiers du BIOPHARM 2019.

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

---

- ◆ Catégorie des titres : Actions ordinaires.
- ◆ Effectif : plus de 2400 collaborateurs.
- ◆ Capital Social : 5 104 375 DA
- ◆ Chiffre d'affaires : 77.8 Milliards de dinars (en 2019).
- ◆ Nombre d'actions : 25 521 875 actions
- ◆ Nombre d'actions objets de l'offre : 5.104.375 actions ; soit 20% du capital de la société
- ◆ Valeur nominale de 200 DA.
- ◆ Part du marché : 52% en 2018.
- ◆ Date prévue pour la première cotation en bourse : 06/04/2016.

### 2. L'évolution historique du groupe BIOPHARM :

BIOPHARM a débuté ses activités au début des années 1990. Le développement et l'évolution du groupe se sont faits en plusieurs étapes<sup>3</sup>.

- 1990, l'entreprise a complété les études de faisabilité et d'ingénierie sur la production de médicaments génériques et développée les premières versions de ses plans d'affaires.
- 1991, le groupe BIOPHARM a été agréé par le conseil de la monnaie et du crédit pour la production et la commercialisation des produits pharmaceutiques en Algérie.
- 1995, BIOPHARM a ouvert son premier centre de distribution : des produits pharmaceutiques à Ouled-Yaich, Blida, et elle a participé ainsi à l'amélioration de la disponibilité des médicaments sur le marché algérien.
- 1997, elle a ouvert un autre centre de distribution à Oran
- 1999, elle a ouvert un autre centre de distribution à Sétif
- 2002, elle a ouvert une nouvelle plateforme de distribution à Dar El Beida comprenant un centre de distribution destiné à remplacer celui d'Ouled-Yaich. La même année BIOPHARM inaugure son unité de formation et de conditionnement à Dar El Beida comme première étape de son activité industrielle.
- 2003, BIOPHARM a créé une société spécialisée dans la promotion et l'information médicale dénommée Human Health information qui assure la promotion des produits de BIOPHARM ainsi que celle des produits de ses partenaires.

---

<sup>3</sup> Notice d'information du groupe BIOPHARM, 2016, page 25

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

---

- 2005, BIOPHARM a commencé la production locale avec des produits sous licence et des produits issus de sa propre recherche et développement.
- 2008, BIOPHARM reçoit la certification ISO 9001 de ses médicaments génériques.
- 2012, Biopharm est classé 5<sup>ème</sup> compagnie pharmaceutique en Afrique par The Africa Report.
- 2013, BIOPHARM a ouvert son capital à trois financiers internationaux : Développement Partners International (DPI), Mediterrània Capital et une agence de développement allemande dénommée DEG.
- 2014, BIOPHARM Distribution renouvelle pour la seconde fois la certification ISO 9001 version 2008.
- 2015, BIOPHARM est le premier fabricant pharmaceutique algérien à obtenir le certificat de conformité aux Bonnes Pratiques de Fabrication d'une de ses lignes de production
- 2016, BIOPHARM est la troisième entreprise privée à faire son entrée à la Bourse d'Alger. La même année, le groupe Cevital acquiert 5% du capital de BIOPHARM par le biais de la Bourse d'Alger.
- 2017, BIOPHARM a été distinguée comme un modèle de succès sur le marché africain parmi 350 entreprises, à travers un rapport élaboré par l'organisme britannique London Stock Exchange Group.
- 2018, BIOPHARM lance de nouvelles gammes dans le domaine des dermo-cosmétiques avec la gamme OZE et dans le domaine des compléments alimentaires avec la gamme Nutribio<sup>4</sup>. Ainsi, le groupe devient membre du conseil d'administration du Centre de recherche en sciences pharmaceutique (CRSP) à Constantine. Ce centre placé sous la tutelle du Ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche scientifique, est chargé de réaliser les programmes de recherche scientifique et de développement technologique dans le domaine des sciences pharmaceutiques.<sup>5</sup>
- 2019, BIOPHARM SPA a été la première unité algérienne à obtenir la certification aux Bonnes pratiques de Fabrication (BPF) de l'Agence Nationale française de Sécurité des Médicaments (ANSM).<sup>6</sup>

---

<sup>4</sup><http://www.aps.dz/sante-science-technologie/> consulté le 24/12/2020

<sup>6</sup><http://www.sgbv.dz/commons.fr/communique> consulté le 25/12/2020

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

---

- 2020, BIOPHARM annonce la prise de participation majoritaire dans le capital de la société à responsabilité limitée GPE (Groupe Pharmaceutique européen)<sup>7</sup> ce qui lui permet de diversifier sa gamme de production et de se lancer dans l'aire thérapeutique des hormones. Et de donner à la société GPE les moyens de poursuivre son plan de développement et de création de valeur.

Entreprise prospère et en croissance rapide, Biopharm figure en seconde place dans le rang des entreprises pharmaceutiques en Afrique selon le classement publié par Jeune Afrique en juillet 2020.

### 3. Évolution du capital de BIOPHARM

Le capital de la société en 2019 est de 5 104 357 000 DZD divisé en 25 511 875 actions d'une Valeur nominale de 200 dinars.<sup>8</sup>

Durant cet exercice, il a été procédé à l'augmentation du capital social des filiales par incorporation des bénéfices mis en réserve :

- Biopharm Distribution Spa : « Augmentation de 3 000 000 000 DZD pour passer de 500 000 000 DZD à 3500 000 000 DZD »

- Biopure Spa : « Augmentation de 1 500 000 000 DZD pour passer de 300 000 000 DZD à 1 800 000 000 DZD ».

- HHI Spa : « Augmentation de 16 800 000 DZD pour passer de 16 800 000 DZD à 33 600 000 DZD ».

### 4. Le marché pharmaceutique algérien :

Le chiffre d'affaires consolidé du groupe pharmaceutique algérien, Biopharm, a atteint 67,8 milliards de dinars en croissance de 7,6%, l'année dernière, comparé à 2018. La croissance de l'activité a été dynamisée par la performance de la production, l'élargissement du portefeuille distribution aux partenaires locaux et la croissance de la répartition notamment via l'entrée

---

<sup>7</sup> <https://www.algerie-eco.com/> consulté le 25/12/2020

<sup>8</sup> Rapport annuel 2019 page 22.

### **CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.**

---

dans le capital d'IMPISA en 2018", indique le groupe, coté à la bourse d'Alger, dans son rapport annuel 2019.<sup>9</sup>

Le résultat net a atteint 7,604 milliards de dinars, contre 7, 525 milliards de dinars pour l'exercice 2018, soit une hausse de 1,1%. Le bénéfice net par action, part du groupe, est estimé à 296 dinars contre 293,2 dinars en 2018. Biopharm indique dans son communiqué que le Conseil d'administration proposera à la prochaine assemblée générale, programmée pour le 24 juin prochain, de distribuer un dividende de 115 dinars par action au titre de l'exercice 2019.

Selon le groupe pharmaceutique privé, l'année 2019 a été marquée par un contexte particulièrement difficile au plan économique.

Le marché pharmaceutique Algérien a connu, une légère croissance passant de 3,13 milliards de dollars en 2018 à 3,30 milliards dollars en 2019 soit une croissance annuelle de 4,8%", indique Biopharm dans son rapport annuel. Pour le groupe pharmaceutique privé, "cette faible croissance est principalement due aux retards liés au contexte économique instable qu'a connus l'Algérie en 2019".

Néanmoins, le groupe biopharm estime que, le marché pharmaceutique algérien devrait se redresser pour atteindre une croissance annuelle de 8,2% à l'horizon de 2022, soit 3,7 milliards dollars. Les fondamentaux restent très solides, fait observer Biopharm, citant notamment, les capacités de production éprouvées, de nombreux projets d'investissement en cours de réalisation, des infrastructures de soins modernes et accessibles pour toutes les couches de la population, une demande de soins qui ne faiblit pas, portée par un système de remboursement très étendu, des ressources humaines de grande qualité et des entreprises performantes qui, après avoir fait leurs preuves en interne, ambitionnent peu à peu de pénétrer les marchés étrangers.

En 2018 le groupe biopharm<sup>10</sup> a renforcé sa présence sur le marché de la distribution en gros en mettant son réseau et son expertise au service des fabricants locaux.

---

<sup>9</sup>Rapport annuel 2019, Op citée page 14

### **CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.**

---

Ce segment a représenté 22,30% du chiffre d'affaires de la filiale de distribution contre 10,9% en 2018<sup>10</sup>. Ce qui affirme aussi avoir accéléré la réalisation de son plan d'investissement pour développer ses capacités industrielles.

Les investissements ont atteint 2,62 milliards de dinars en 2019 contre 1,69 en 2018. Déjà la nouvelle unité de production de stick pack (Sachets et liquides) a été agréée par les autorités sanitaires et les premiers lots de nos produits ont été fabriqués, affirme le groupe pharmaceutique privé.

L'année 2020 marquée par un contexte économique plus difficile encore et par la crise sanitaire mondiale de la Covid-19, sera source d'importants défis pour le groupe, prévient Biopharm, qui compte accélérer la réalisation de son plan d'investissement afin de répondre aux besoins du marché en proposant de nouveaux médicaments fabriqués dans ses nouveaux sites de production. Les dépenses de santé par habitant sont passées de 66,5 dollars en 2001 à 358 dollars en 2014, selon l'OMS.

Néanmoins, indique Biopharm, la conjoncture économique difficile que traverse l'économie nationale au cours des dernières années a entraîné un léger recul des dépenses de santé.

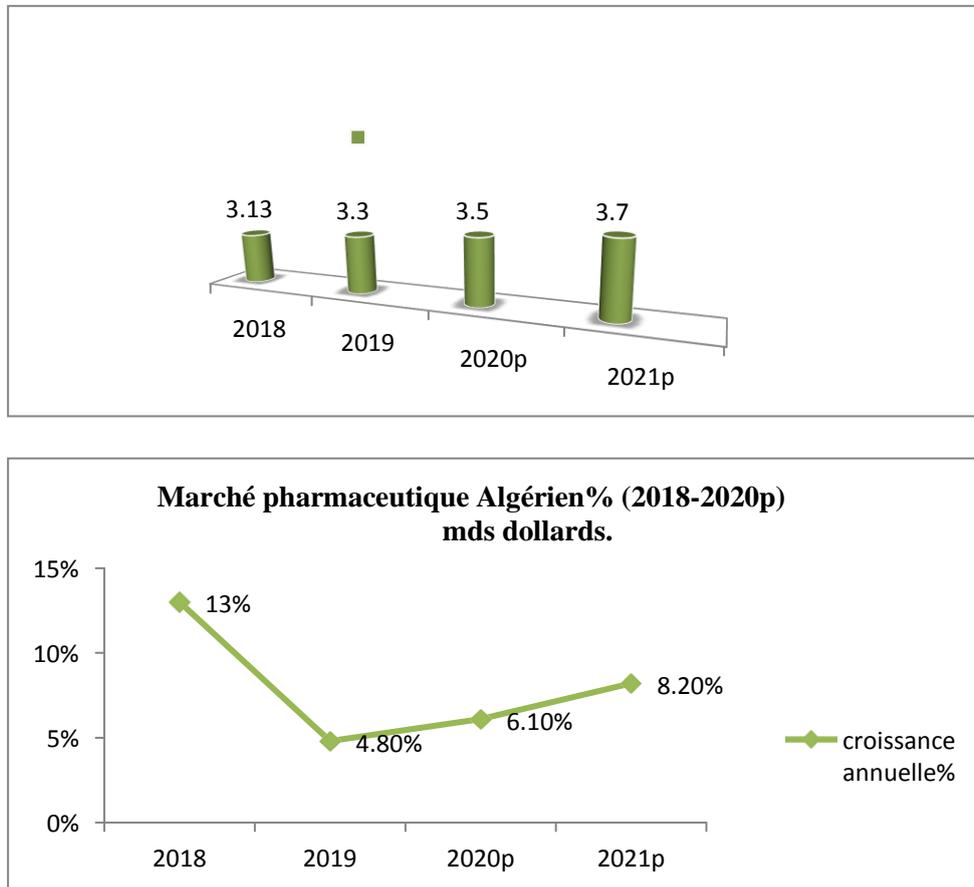
---

<sup>10</sup> Rapport annuel 2019, Op citée.

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

La figure n°02 représente les prévisions de la croissance du marché pharmaceutique algérien :

**Figure n°2 : Marché pharmaceutique Algérien (2018-2021p)**



Source IQIVIA.

### 4.1-Positionnement de BIOPHARM :

BIOPHARM, grâce à sa stratégie d'intégration verticale, est présent sur les différents métiers du marché pharmaceutique et sur toute la chaîne locale de valeur du médicament à savoir : la formulation, la production, l'importation, la distribution, la répartition aux officines, la promotion et l'information médicale. Le chiffre d'affaires consolidé de BIOPHARM est de 48,9 milliards de dinars en 2014. Rapporté au marché du médicament en Algérie estimé par BMI à 374 milliards de dinars, le chiffre d'affaires consolidé de BIOPHARM représente 13,1% du marché en 2014.

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

Tableau N°1 : La part de marché de BIOPHARM.

Part de marché de BIOPHARM	2011	2012	2013	2014
Marché (millions de dinars)*	228085	284672	332839	374133
Chiffre d'affaires BIOPHARM (millions de dinars)*	29902.7	35255.4	41368.3	48943
	13.1%	12.4%	%12.4	13.1%

(Source BMI Q4 2015/ Algeria Pharmaceuticals & Healthcare report) \*\* (Source Groupe BIOPHARM).

### 5. L'introduction de BIOPHARM en bourse :

Biopharm s'est engagée depuis plusieurs années dans un processus de restructuration de ses activités et de sa gouvernance. Cette ouverture du capital et l'aboutissement de cette démarche qui doit permettre de partager avec le marché financier les fruits de la croissance.

L'introduction en Bourse de Biopharm porte sur la cession de 5 104 375 actions (20% du capital) à un prix unitaire de 1 225 dinars pour le public. En outre, un nombre maximum de 16 000 actions supplémentaires seront proposées aux salariés du groupe au prix préférentiel de 1 102,50 dinars par action. Au total, l'opération devrait rapporter près de 6,3 milliards de dinars (53,3 millions d'euros)<sup>12</sup>.

#### 5.1-Caractéristiques de l'offre Publique de souscription (OPV) des titres du BIOPHARM :

Les caractéristiques de l'OPV des titres de biopharm sont les suivantes<sup>13</sup> :

- Dénomination : BIOPHARM
- Capital Social : 5 104 375 DA, divisé en 25 521 875 actions d'une valeur nominale de 200 DA.
- Quantité offerte : 51 043 75 actions, soit 20 % du Capital Social
- Prix d'émission : 1225 DA
- Période de souscription : du 13.03.2016 au 07.04.2016
- IOB Accompagnateur : BEA
- IOB chargés de collecter les ordres d'achat : BNA, BEA, BADR, BDL, CNEP, CPA, BNP Paribas EL DJAZAIR, Société Générale Algerie, Tell Market's.

<sup>12</sup> <https://www.Jeuneafrique.com> consulté le 25/12/2020

<sup>13</sup> <https://www.sgbv.dz> consulté le 25/12/2020

## **CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.**

---

### **5.2- L'objectif d'introduction en bourse :**

L'entrée en bourse est un des éléments d'une stratégie d'ensemble, qui vise à :

- Permettre à Biopharm de continuer à être toujours aussi rentable et performante.
- Permettre la diversification de l'actionnariat de la société pour assurer la pérennité de l'entreprise et de continuer à garantir un haut niveau de rentabilité de son action.
- Renforcer les instruments de la gouvernance, et de faciliter l'accès à des financements de qualité pour le besoin de la croissance et de développement de l'entreprise.
- S'adapter à un marché pharmaceutique national appelé à devenir de plus en plus concurrentiel et exigeant et de se préparer à une concurrence rude sur les marchés extérieurs.

### **6. L'évaluation de Biopharm :**

L'entreprise BIOPHARM a été évaluée par le cabinet d'expertise comptable reconnu comme évaluateur par la COSOB : Grant Thornton Spa.

Le rapport d'évaluation est basé sur :

- Les états financiers des exercices 2012 à 2014 certifiés par les commissaires aux comptes de la société ;
- Les états financiers prévisionnels couvrant la période 2015-2019 de la société ;
- Les informations contenues dans la notice d'information.

L'opération se base sur un nombre minimum de 5.104.375 actions et un nombre maximum de 5.120.375 actions ce qui représente 20% du capital.

L'évaluation s'est basée d'abord sur un diagnostic de la société Biopharm, puis une analyse du marché pharmaceutique algérien et une analyse des facteurs historiques ayant son influence sur la société.

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

---

Deux méthodes ont été retenues pour l'évaluation de la société<sup>14</sup> :

**6.1- La méthode DCF (Discounted Cash Flows) :** c'est la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs sur la période projetée au coût moyen pondéré du capital. La valeur des fonds propres s'obtient en coupant la dette financière de la valeur de l'entreprise.

Les flux de liquidité sont définis comme les flux de trésorerie disponibles après financement par la société de ses investissements de développement et maintenance et la variation de ses besoins en fonds de roulement. Les cash-flows disponibles sont obtenus par la formule suivante :

$$\text{Flux de trésorerie disponibles} = \text{Résultat avant impôts} - \text{IBS} + \text{Amortissements/provisions} - \text{CAPEX} - \Delta \text{BFR}$$

La valeur de l'action par cette méthode est de : 1407DA/action.

**6.2-La méthode des multiples comparables :** Cette méthode consiste à appliquer des multiples de valorisation constatés sur un échantillon d'entreprises du secteur pharmaceutique afin de déterminer la valeur de marché du groupe BIOPHARM Spa. Il est tenu compte dans cette seconde méthode de la valorisation de la société algérienne Saidal Spa qui est cotée à la Bourse d'Alger et des sociétés du secteur pharmaceutique cotées sur les marchés mondiaux.

Une régression linéaire multiple a été opérée en tenant compte des deux variables : Chiffre d'affaires et EBITDA.

La valeur de l'action par cette méthode est de : 1868DA/action.

Cette section a porté sur une présentation d'un historique ainsi que des événements marquants du groupe BIOPHARM tel que son introduction en bourse. Ce groupe est considéré aujourd'hui l'un des meilleurs producteurs pharmaceutiques algériens. Dans la section qui suit, nous allons procéder à l'analyse de sa politique financière ainsi que l'évaluation de sa création de valeur interne et externe.

---

<sup>14</sup>Notice d'information de Biopharm page 10.

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

### *Section 2 : L'analyse de la politique de financement et de la création de valeur au sein du groupe BIOPHARM*

L'objectif de cette section est de mettre en pratique les outils techniques déjà abordés dans la partie théorique, en procédant au calcul des indices de la politique de financement exercée au sein du groupe BIOPHARM ainsi que l'appréciation de sa valeur. De ce fait nous adaptons des méthodes de calculs des ratios de structure d'une part et des indicateurs de la création de valeurs internes et externes d'une autre part.

#### **1. L'analyse de la politique de financement de BIOPHARM (avant et après cotation en bourse).**

##### **1.1- Par la structure du capital de BIOPHARM :**

La structure du capital de BIOPHARM pour l'année avant cotation (2015), l'année de cotation (2016) et après cotation (2017-2018-2019) est présentée par les tableaux suivant :

**Tableau N°2 :** La structure des fonds propres de Biopharm

En millions de dinars	Avant cotation	Année de cotation	Après cotation		
	2015	2016	2017	2018	2019
Fonds propres	19252	23298	28111	33069	37737
Total Actif	38196	40255	48593	55387	66700
X/Y *100	50.4%	57.88%	57.85%	59.71%	56.58%

*Source : Nos regroupements à partir des données de l'entreprise (Bilans consolidés de Biopharm 2015-2016-2017-2018-2019).*

**Tableau N°3 :** La structure des dettes à long moyen terme de Biopharm

En millions de dinars	Avant cotation	Année de Cotation	Après cotation		
	2015	2016	2017	2018	2019
DLMT	969	709	538	546	4154
Total passif	38196	40255	48593	55387	66700
X/Y*100	2.54%	1.76%	1.11%	0.99%	6.22%

*Source : Nos regroupements à partir des données de l'entreprise (Bilans consolidés de Biopharm 2015-2016-2017-2018-2019).*

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

**Tableau N°4** : La structure des dettes à court terme de Biopharm

En millions de dinars	Avant cotation	Année de Cotation	Après cotation		
			2017	2018	2019
Année	2015	2016	2017	2018	2019
DCT	17975	16248	19944	21772	24809
Total passif	38196	40255	48593	55387	66700
X/Y*100	47.06%	40.36%	41.04%	39.31%	37.19%

*Source : Nos regroupements à partir des données de l'entreprise (Bilans consolidés de Biopharm 2015-2016-2017-2018-2019).*

D'après les tableaux ci-dessus, nous constatons que l'entreprise pour son financement avant cotation, s'est basée sur ses capitaux propres comme première source de financement avec un taux de 50%; elle a ensuite utilisé les dettes à court terme comme deuxième source avec un taux de 47.06% et enfin les dettes à long terme comme dernière source avec un taux de 2.54%.

Durant l'année 2016, le groupe BIOPHARM s'est introduit en bourse pour l'ouverture de 20% de son capital, mais n'a pas procédé à son augmentation. D'ailleurs en analysant les tableaux ci-dessus, on remarque que l'entreprise détient des fonds propres positifs d'un chiffre qui n'a pas connu un grand changement par rapport à 2015, ils représentent 57.88% de la totalité des ressources de financement, soit une augmentation de 7,48% et restent ainsi la première source de financement. Le groupe BIOPHARM n'augmente pas ses dettes à long terme et les maintient à un pourcentage faible à savoir 1,76%, quant aux dettes à court terme elles restent la seconde source de financement après les capitaux propres avec un taux de 40,36%.

Pour les années 2017,2018 et 2019, les fonds propres et les dettes à court terme n'ont pas connu une grande évolution, ils sont presque stables avec un taux moyen de 58% des fonds propres du total passif et un taux moyen de 39% pour les dettes à court terme, quant aux dettes à long et moyen terme ont augmenté de 3.3 milliards de dinars suite au tirage de 3.4 milliards de dinars effectué par Biopharm SPA sur le nouveau CMT destiné à financer les projets d'investissement. La dette financière à long terme du Groupe reste faible, elle représente 9,29% des capitaux propres, elle a connu une légère augmentation de 5% en 2019 par rapport aux deux années qui précèdent (2017-2018), expliquée par le tirage de 3,4 milliards DZD effectué sur le nouveau CMT destiné à financer ses projets Alpha (réalisation

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

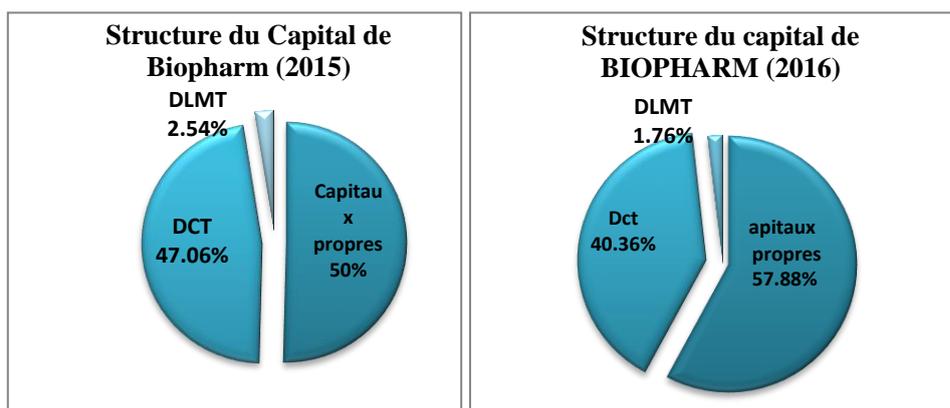
d'une usine de production à Oued Smar) et celui de Bouira (complexe industriel et logistique pharmaceutique).

L'entreprise aborde les défis de sa croissance future en étant fortement capitalisée et en ayant une faible dette financière, lui donnant ainsi la capacité de considérer de nouveaux investissements et opportunités de croissance. Le positionnement stratégique de BIOPHARM s'inscrit en parfaite cohérence avec la structure et la dynamique de son marché naturel, l'Algérie, tout en identifiant suffisamment en amont toutes les mutations du marché à l'échelle de la région à même de constituer des leviers de croissance. Ainsi, nous confirmons notre première hypothèse qui porte sur la flexibilité de la politique de financement qui résulte d'une décision de choix d'investissement et du mode de financement qui convient.

La structure du capital de Biopharm se résume dans les figures ci –dessous :

### ✓ Avant cotation (2015).

Figure n°3 : La structure financière de BIOPHARM pour les années 2015-2016.



### ✓ Après cotation (2017-2018-2019).

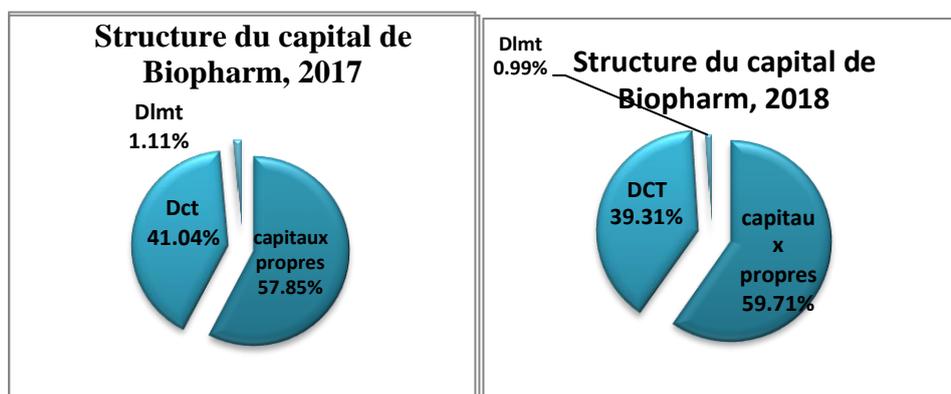
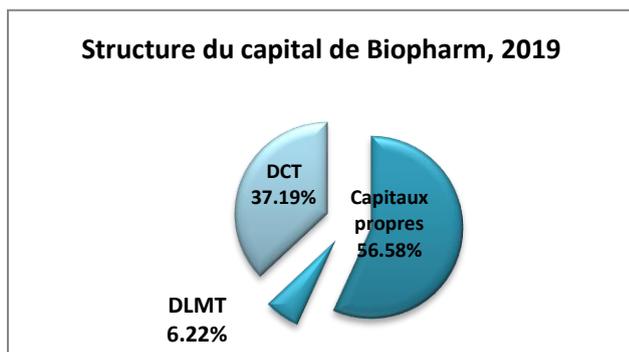


Figure n°4 : La structure financière de BIOPHARM pour les années 2017,2018 et 2019.

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.



Source : Nos regroupements à partir des données de l'entreprise (les états financiers de de Biopharm).

### 1.2- Par les ratios de structures :

#### 1.2.1- Les ratios de solvabilité avant et après cotation de BIOPHARM :

##### 1.2.1.1-Le ratio d'autonomie financière : Il permet d'apprécier l'importance

des fonds propres par rapport à l'ensemble des dettes. Comme le montre

l'équation suivante : 
$$= \frac{\text{capitaux propres}}{\text{dettes}} > 1$$

**TABLEAU N°5** : Calcul du Ratio d'autonomie financière

(En millions de dinars)	Avant	Année	Après cotation		
	Cotation	Cotation			
Années	2015	2016	2017	2018	2019
Capitaux propres(X)	19252	23298	28111	33069	37737
Dettes (Y)	18914	16957	20482	22318	28963
Ratio d'auto fin... (X/Y)	1.01	1.37	1.37	1.48	1.30

Source : construit par nous-mêmes à partir des états financiers de 2015, 2016, 2017, 2018 et 2019 (voir les annexes).

D'après les résultats du tableau ci-dessus, on remarque que les ratios d'autonomie financière obtenus tout au long des années étudiées répondent aux normes. Cela montre que l'entreprise BIOPHARM est financièrement autonome, autrement dit les capitaux propres du groupe sont plus importants que ses dettes.

Biopharm peut donc couvrir ses emprunts bancaires avec les capitaux propres. Cette situation revient à l'évolution des fonds propres qui sont passés de 19 milliards en 2015 à 23.3

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

milliards en 2016 grâce à sa cotation en bourse (ouverture de 20% de son capital, soit l'émission 5104375 actions a 1225 DZD).

Entre 2016 et 2017 le ratio d'autonomie financière reste stable car les capitaux propres ont varié de la même manière que les dettes, et connaît une progression de 11% en 2018 qui est due au remboursement des dettes à long terme opéré sur le dernier semestre de 2018. Par contre le ratio diminue en 2019 ceci revient à l'augmentation des dettes à long terme expliquée par le tirage de 3,4 milliards DZD effectué sur le nouveau CMT destiné à financer ses projets Alpha (réalisation d'une usine de production à Oued Smar) et celui de Bouira (complexe industriel et logistique pharmaceutique).

### 1.2.1.2. Le ratio d'indépendance financière :

$$RIF = \text{Capitaux propres} / \text{Capitaux permanents}$$

**TABLEAU N°6 :** Calcul du Ratio d'indépendance financière

(En millions de dinars)	Avant cotation		Année de Cotation		
			Après cotation		
Années	2015	2016	2017	2018	2019
Capitaux propres (X)	19252	23298	28111	33069	37737
Capitaux permanents :	20221	24007	28649	33615	41891
C propres + DLMT (Y)					
Ratio d'I fin X/Y	95%	97%	98%	98%	90%

Source : construit par nous-mêmes à partir des états financiers de 2015, 2016, 2017, 2018 et 2019 (voir les annexes).

Nous remarquons que les capitaux propres représentent la plus grande partie des capitaux permanents, soit 95% en 2015, 97% en 2016, de 98% en 2017-2018 et 90% en 2019. Le groupe BIOPHARM est donc indépendant vis à vis des créanciers en respectant la norme qui est de 50% ce qui signifie que la structure des ressources stables est équilibrée.

### 1.2.1.3. Le ratio d'endettement (RE) :

$$RE = \text{Total des dettes} / \text{Total passif}$$

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

**TABLEAU N°7 :** Calcul du Ratio d'endettement.

Désignation (En millions de dinars)	Avant Cotation	Année de Cotation	Après cotation		
			2017	2018	2019
Année	2015	2016	2017	2018	2019
Total des dettes : DLMT+DCT(X)	18944	16957	20482	22318	28963
Total passif	38196	40255	48593	55387	66700
Ratio d'end...(X/Y)	49.6%	42.12%	42.15%	40.29%	43.42%

Source : construit par nous-mêmes à partir des états financiers de 2015, 2016, 2017, 2018 et 2019 (voir les annexes).

Le tableau n°7 montre qu'au cours de ces Cinq années, le ratio d'endettement est inférieur à 50%, cela signifie que l'entreprise n'est pas dépendante de ses tiers. On remarque que sa structure de capital est quasi équilibrée.

### 1.2.2- Les ratios de liquidité avant et après cotation de BIOPHARM :

#### 1.2.2.1-Ratio de liquidité générale :

$$\text{Ratiodeliquiditégénérale} = \frac{\text{Actif à court terme}}{\text{Passif à court terme}}$$

**TABLEAU N°8:** Calcul du Ratio de liquidité générale.

(en millions de dinars)	Avant Cotation	Année de Cotation	Après cotation		
			2017	2018	2019
Année	2015	2016	2017	2018	2019
Actif courant (X)	34109	35982	43932	48786	57738
Passif courant (Y)	17975	16248	19944	21772	24809
Ratio de L gen...(X/Y)	1.90	2.21	2.20	2.24	2.33

Source : construit par nous-mêmes à partir des états financiers de 2015, 2016, 2017, 2018 et 2019 (voir les annexes).

Le tableau ci-dessus montre que le ratio de liquidité générale est supérieur à1, cela signifie que le groupe BIOPHARM dispose d'un actif circulant qu'est largement suffisant pour couvrir la totalité des dettes à court terme. On remarque également que ce ratio n'a pas cessé d'augmenter depuis l'année 2015 jusqu'à atteindre un maximum de 2.33 en 2019. Cela est dû

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

à l'accroissement du BFR lié principalement à l'augmentation des créances clients et des stocks de l'année 2019 par rapport aux années précédente.

### 1.2.2- Ratio de liquidité immédiate :

$$\text{Ratiodeliquiditéimmédiate} = \frac{\text{Disponibilités}}{\text{Dettes à court terme}} * 100$$

TABLEAU N°9 : Calcul du Ratio de liquidité immédiate

(En millions de dinars)	Avant Cotation	Année de Cotation	Après cotation		
Année	2015	2016	2017	2018	2019
Disponibilités(X)	5345	5546	5908	3183	4086
DCT (Y)	17975	16248	19944	21772	24809
Ratio de L Imm... (X/Y)	0.30	0.34	0.30	0.15	0.16

Source : construit par nous-mêmes à partir des états financiers de 2015, 2016, 2017, 2018 et 2019 (voir les annexes).

Le groupe BIOPHARM durant ces cinq années est en mesure d'honorer ses engagements financiers à court terme en cas d'urgence.

### 1.3- Par l'équilibre financier :

L'équilibre financier est la position de la stabilité du rapport entre les ressources financières et les emplois. Et pour avoir une idée sur la liquidité de groupe BIOPHARM, il est nécessaire de calculer les indicateurs de l'équilibre financier (FR, BFR, TN) :

#### 1.3.1- Le fonds de roulement net :

Un fonds de roulement net positif et élevé est le signe d'une politique financière prudente<sup>15</sup>.

Le calcul du fonds de roulement se fait comme suit :

$$\text{Fonds de Roulement Net} = \text{Capitaux permanents} - \text{Actif immobilisé}$$

<sup>15</sup> BACHY Bruno et SION Michel, « Analyse financière des comptes consolidés Norme IFRS », 2<sup>éd</sup>, Dunod, Paris 2009, page 201

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

**TABLEAU N°10** : Calcul du Fonds de roulement net global:

(En millions de dinars)	Avant	Année	Après cotation		
	Cotation	de	Cotation		
Année	2015	2016	2017	2018	2019
Capitaux permanents X	20221	24007	28649	33615	41891
Actif immobilisé (Stable) Y	4087	4273	4661	6600	8961
<b>FRNG (X-Y)</b>	<b>16134</b>	<b>19734</b>	<b>23988</b>	<b>27015</b>	<b>32930</b>

Source : construit par nous-mêmes à partir des états financiers de 2015, 2016, 2017, 2018 et 2019 (voir les annexes).

D'après les résultats du tableau ci-dessus, le fonds de roulement net est positif (FRN>0, les ressources stables> aux emplois stables) durant toute la période, Dans ce cas BIOPHARM réalise un équilibre financier à long terme et dégage une marge de sécurité qui représente un surplus de ressources permanentes par rapport à l'actif stable, qui pourra être utilisé pour financer d'autres besoins de l'entreprise.

De l'année 2015 jusqu'à 2018 nous remarquons une hausse progressive du FRN qui peut être expliquée par l'augmentation du résultat net qui provient de la progression des nouveaux produits financiers et de la diminution des charges d'intérêts.

De l'année 2018 à 2019 : Malgré que le résultat financier est en baisse de 265 millions DZD et atteint un déficit de 9 millions DZD (cela se traduit par la baisse des différences de change), le déficit est rattrapé par l'augmentation de sa dette à long terme.

### 1.3.2- Le besoin en fonds de roulement :

Il est la mesure des ressources financières qu'une entreprise doit mettre en œuvre pour couvrir le besoin financier résultant des décalages des flux de trésorerie correspondant aux décaissements (dépenses et recettes d'exploitation nécessaires à la production) et aux encaissements (commercialisation des biens et services) liés à son activité, Il est calculé par la formule suivante :

$$\text{BFR} = (\text{Stocks} + \text{Créances à court terme}) - \text{Dettes à court terme}$$

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

**TABLEAU N°11** : Calcul du besoin en fonds de roulement

(En millions de dinars)	Avant	Année de	Après cotation		
	Cotation	Cotation	2017	2018	2019
Année	2015	2016			
Stock	13367	13566	17643	21187	24438
Créance CT	15395	16870	20528	24465	29755
<b>Actif circulant d'exp X</b>	28762	30436	38171	45652	54193
<b>DCT (Passif circulant –Trésorerie passif) Y</b>	16378	15814	17985	20973	23997
<b>BFR (X-Y)</b>	12384	14622	20186	24679	30196

Source : construit par nous-mêmes à partir des états financiers de 2015, 2016, 2017, 2018 et 2019 (voir les annexes).

Pour l'année 2015 le besoin en fonds de roulement de l'entreprise BIOPHARM est positif ( $BFR > 0$ , les actifs circulants > aux ressources circulantes), Ce qui signifie qu'il y a un surplus de besoins (stocks, clients, impôts et assimilés) par rapport aux ressources, et indique également que l'entreprise BIOPHARM a une capacité à rembourser la totalité de ses dettes à court terme (DCT) par la vente de ses stocks et ses créances clients.

Après son introduction en bourse le groupe BIOPHARM dégage un BFR positif qui est en hausse permanente durant toute la période (de 2016 à 2019). Cette dernière est due à l'augmentation des besoins par rapport aux ressources : L'accumulation des stocks, et des créances clients (expliquée principalement par la hausse des créances de l'activité de répartition en ligne avec la hausse de son activité, ainsi que l'accroissement des autres créances dû à l'augmentation des remises, Rabais et ristournes du fait de non recouvrement d'une partie des produits).

### 1.3.3- La trésorerie nette (TN) :

Le calcul du solde de trésorerie nette permet d'apprécier la situation financière d'une entreprise. Elle est calculée selon les formules suivantes :

$$\text{Trésorerie nette (TN)} = \text{Trésorerie actif} - \text{Trésorerie passif}$$

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

**TABLEAU N°12** : Calcul de la trésorerie nette.

(En millions de dinars)	Avant cotation	Année de cotation	Après cotation		
			2017	2018	2019
Année	2015	2016	2017	2018	2019
Trésorerie actif X	5346	5546	5761	3135	3546
Trésorerie Passif Y	1596	434	1959	799	812
TN (X-Y)	3750	5112	3802	2336	2734

Source : construit par nous-mêmes à partir des états financiers de 2015, 2016, 2017, 2018 et 2019 (voir les annexes).

D'après les résultats du tableau ci-dessus, nous constatons que la trésorerie nette de l'entreprise BIOPHARM est positive ( $TN > 0$ ,  $FR > BFR$ , trésorerie actif  $>$  trésorerie passif). Ce qui signifie que les ressources financières de l'entreprise sont suffisantes pour couvrir les besoins. On remarque :

- Une augmentation de 36% de 2015 à 2016, due à l'augmentation de la trésorerie à court terme de 1362 millions DZD.
- En 2017 la trésorerie nette de Biopharm est en baisse de 1162 millions DZD, principalement due à une augmentation significative des besoins en fonds de roulement, liée d'une part à l'augmentation des stocks et d'autre part à la nécessité de couvrir les achats.
- Entre 2018 et 2019 la TN connaît une hausse de 17%, donc l'entreprise peut couvrir ses besoins en se référant à ses ressources.

### 2. Indicateurs de mesure de la création de valeur :

Pour répondre aux hypothèses posées dans le début de ce travail, il y a lieu de mesurer la création de valeur au sein de l'entreprise BIOPHARM, et de faire le lien avec la politique de financement, et ce à travers plusieurs indicateurs.

L'objectif de toute entreprise ne se résume pas seulement à la réalisation du résultat net positif, mais aussi à la création de valeur. Pour les entreprises cotées en bourse, cette dernière doit être réalisée sur deux niveaux : au niveau interne, on parle de la création de valeur intrinsèque, et au niveau externe on parle alors de la création de valeur boursière.

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

### 2.1-Indicateurs de création de valeur intrinsèque, avant et après cotation :

#### 2.1.1. La rentabilité économique, Return On Capital Employed (ROCE) :

C'est la rentabilité des capitaux investis par l'entreprise dans son activité. C'est à dire la capacité de l'entreprise à rémunérer ses associés. Elle se calcule comme suite

$$ROCE = \frac{\text{Résultat d'exploitation}}{\text{Capitaux investis}}$$

Capitaux investis= Fonds propres+ Dettes.

**TABLEAU N°13 : Ratio de rentabilité économique**

(En millions de dinars)	Avant cotation	Année de cotation	Après cotation		
Année	2015	2016	2017	2018	2019
Résultat d'exp...X	5974	7325	8309	8835	9401
Capitaux investis...Y	36599	39822	46633	54588	65888
ROCE(X/Y)	16.32%	18.39%	17.82%	16.18%	14.27%

Source : construit par nous-mêmes à partir des comptes des résultats de 2015, 2016, 2017, 2018 et 2019 (voir les annexes).

A partir de ces résultats, on constate que l'entreprise BIOPHARM dégage en 2016 une rentabilité économique supérieure de 2% par rapport à l'année 2015 ce qui est dû à l'augmentation des capitaux investis et du résultat d'exploitation (une hausse moyenne de 8% des capitaux investis). Par contre malgré l'évolution de son capital investi pendant les trois dernières années, Le rendement de BIOPHARM est en diminution continue d'un taux moyen de 17%, d'où on retient que les capitaux employés dans l'investissement de 2016 à 2019 n'ont pas apporté un grand rendement pour l'entreprise.

**2.1.2- La rentabilité financière ou return on equity (ROE) :** Un des objectifs de l'entreprise est d'offrir une bonne rentabilité à ses actionnaires. Elle représente la capacité de BIOPHARM à servir un résultat à ses actionnaires, elle détermine aussi le profit qui rémunère leurs apports <sup>16</sup>:

$$ROE = \frac{\text{Résultat net de l'exercice}}{\text{Capitaux propres}}$$

<sup>16</sup>SOLNIK Bruno « Gestion financière » Fernand Nathan, France, 1992, p32

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

**TABLEAU N°14** : Ratio de rentabilité financière ROE.

(En millions de dinars)	Avant	Année de	Après cotation		
	Cotation	Cotation			
Année	2015	2016	2017	2018	2019
Résultat net (X)	4454	5552	6499	7525	7604
Capitaux propres (Y)	19252	23298	28111	33069	37737
ROE (X/Y)	23.14%	23.83%	23.12%	22.76%	20.15%

*Source : construit par nous-mêmes à partir des comptes des résultats de 2015, 2016, 2017, 2018 et 2019 (voir les annexes).*

A la lecture du tableau, nous déduisons que l'entreprise BIOPHARM dégage pendant sa cotation un taux de rentabilité financière de 23.83 % supérieure à l'année 2015. Par contre elle a connu un décroissement progressif de sa rentabilité financière durant ces trois dernières années, ce qui est dû à une hausse remarquable des capitaux propres (les capitaux propres augmentent de façon non proportionnelle avec le résultat net).

En effet les capitaux propres de l'année 2019 ont augmenté par rapport aux années précédentes grâce à l'accroissement des réserves et du report à nouveau.

### 2.1.3- Calcul de l'EVA :

Comme on l'a vu dans le chapitre précédent, l'EVA représente un indicateur de mesure de la création de valeur intrinsèque. Pour analyser cette dernière au sein de BIOPHARM, il est nécessaire d'étudier l'évolution de chaque composante de l'indice de valeur « EVA ».

La formule de l'EVA se présente comme suit :

$$EVA = (ROIC - CMPC) \times CI$$

Avec :

ROIC : Taux de rentabilité des capitaux investis ou Return On Invested Capital (Rentabilité économique).

CMPC : Coût Moyen Pondéré du Capital ;

CI : Capitaux Investis (Fp+D).

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

---

✓ Le coût moyen pondéré du capital CMPC (WACC : weighted average cost of capital) prend en compte<sup>17</sup>:

- La structure financière de l'entreprise,
- Le coût de marché de la dette ;
- Le coût de marché des fonds propres.

$$CMPC = \frac{(Vf \times Kf) + (Vd \times Kd)}{(Vf + Vd)}$$

Où : Vf : Valeur des fonds propres.

Vd : Valeur de la dette.

Kf : Coût des fonds propres.

Kd : Coût de la dette après impôts.

Les principes suivants ont été respectés :

- Le coût du marché de la dette est le taux auquel la société pourrait refinancer ses endettements sur le marché ;
- Il a été retenu le coût effectif moyen de la dette ;
- Le coût des fonds propres est calculé sur la base du taux sans risque des Obligations Assimilables du Trésor OAT 15 ans (4,62%).

Le Beta désendetté du secteur pharmaceutique sur les marchés boursiers (0,91) a été utilisé pour estimer le Béta de BIOPHARM qui a été calculé de la manière suivante :

Beta endetté=Beta désendetté× [(1+(1-taux d'imposition) (Dette / ratio des fonds propres)]. Avec les paramètres suivants,

Le résultat de l'estimation du Beta de BIOPHARM a donné 1,36 :

- Taux d'imposition= 26% ;
- Ratio de la dette= 40% ;
- Ratio des fonds propres= 60% ;

---

<sup>17</sup> Notice d'information page 11.

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

– Beta pharma désendetté= 0,91.

$$\text{Beta endetté} = 0.91 \times \left[ 1 + (1 - 0.26) \times \left( \frac{0.4}{0.6} \right) \right] = 1.36.$$

Ce qui implique que la valeur de l'actif économique de Biopharm SPA est donc égale à la somme des flux de trésorerie actualisés au CMPC (13.99) sur l'horizon d'évaluation explicite et de la valeur terminale (La valeur terminale de la firme pèse généralement pour 75% de la valeur totale).<sup>18</sup>

- Beta désendetté : est une mesure du risque systématique d'un titre indépendamment de sa structure financière et une mesure le risque de l'activité économique par rapport au marché)<sup>19</sup>
- Beta endetté : est une mesure globale du risque systématique par la prise en compte du risque opérationnel lié à l'exploitation et du risque financier lié à l'impact de la structure financière.

**TABLEAU N°15 : Calcul de l'EVA.**

(En million de dinars)	Avant Cotation	Année de cotation	Après cotation		
	2015	2016	2017	2018	2019
Année	2015	2016	2017	2018	2019
ROIC...(X)	16.32%	18.39%	17.82%	16.18%	14.27%
CMPC (Y)	13.99%	13.99%	13.99%	13.99%	13.99%
Capitaux investis..(Z)	36599	39822	46633	54588	65888
EVA (X-Y)× Z	852.76	1752.17	1786.04	1195.48	184.49

Source : construit par nous-mêmes à partir des états financiers de 2015, 2016, 2017, 2018 et 2019 (voir les annexes).

En se référant au tableau ci-dessus, on remarque bien que la rentabilité du groupe BIOPHARM est supérieure à la rémunération du capital apporté pour financer l'actif durant l'année (2015). L'entreprise est en mesure de créer de la richesse au niveau interne, c'est-à-dire pour ses actionnaires, cela est bien reflété par l'indice de valeur « EVA » qui est positif d'un montant de 852.76 millions DZD en 2015 ; par ailleurs l'augmentation de l'EVA en 2016 par rapport à 2015 est très forte soit de 105% impliquée par l'accroissement de la rentabilité des capitaux investis (2%). En 2017 l'EVA continue de progresser.

<sup>18</sup>Notice d'information op citée page 11.

<sup>19</sup><https://www.mazars.fr/> consulté le 28/12/2020

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

Par ailleurs, Malgré l'augmentation des capitaux investis de 2017 à 2019 avec un taux de 41% on remarque que l'EVA est en baisse (de 33% de 2017 à 2018 et de 85% 2018 à 2019) ce qui est dû à la diminution du taux de rentabilité des capitaux investis.

### 2.1.4-Le Bénéfice Par Action ou Price Earnings Ratio (PER) :

Price Earning Ratio (coefficient de capitalisation des bénéfices) est le rapport de la valeur d'une action au bénéfice par action d'une entreprise

$$PER = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Nombre d'action}}$$

**TABLEAU N°16 :** Calcul de PER.

Année	Avant cotation	Année de Cotation	Après cotation		
	2015	2016	2017	2018	2019
Résultat net (en millions de dinars) (X)	4454	5 552	6 499	7 525	7604
Nombre d'Actions (Y)	25521 875	25521 875	25521 875	25521875	25511875
PER (X/Y)	175	218	255	295	298

Source : construit par nous-mêmes à partir des états financiers de 2015, 2016, 2017, 2018 et 2019 (voir les annexes).

D'après le tableau ci-dessus, on remarque que le bénéfice net par action de l'entreprise BIOPHARM a connu une forte augmentation (25%) de 2015 à 2016. Cela est expliqué par l'augmentation du chiffre d'affaire qui atteint 56.3 milliards DZD contre 51 milliards DZD en 2015 soit une augmentation de 10.3% par l'effet conjugué de la croissance des activités de production et de répartition aux officines.

La valeur ajoutée croît de 23,4% passant de 8.092 à 9.982 milliards de dinars du fait de l'augmentation de la part de la production vendue et de la croissance du chiffre d'affaires de la répartition.

Les charges extraordinaires de l'exercice 2016 représentent les frais d'introduction en Bourse. En conséquence, le bénéfice net consolidé, part du groupe, s'établit à 5,513 milliards de dinars contre 4,420 milliards de dinars de l'exercice précédent. Le bénéfice net part du Groupe par action est de 218 dinars contre 175 en 2015

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

De 2016 à 2019 le résultat par action a connu une hausse de 37%, cela est induit par l'augmentation du résultat net durant cette période.

### 2.2-Indicateurs création de valeur boursière :

#### 2.2.1- Market value added (MVA) :

La formule de MVA se présente comme suit<sup>20</sup> :

$$MVA = \text{capitalisation boursière} - \text{Capitaux propres}$$

- ✓ **La capitalisation boursière** : représente la valeur des actions d'une société sur le marché boursier, elle se calcule comme suit :

$$\text{Capitalisation boursière} = \text{cours boursier} \times \text{Nombre d'actions}$$

Notant bien que le cours boursier pris en considération est celui de la clôture de chaque année d'étude,

**TABLEAU N°17** : Calcul de Capitalisation boursière.

Année	Année de	Après cotation		
	Cotation	2017	2018	2019
Année	2016	2017	2018	2019
Cours boursier au 31/12 (X)	1225	1020	1150	1209
Nombre d'Actions (Y)	25521 875	25521875	25521875	25511875
Capitalisation Boursière (en millions de dinars) (X×Y)	31264	26032	29350	30856

Source : nos regroupements d'après les informations boursières publiées par la SGBV.

D'après les résultats du tableau n°17, la valeur de marché des capitaux investis du groupe BIOPHARM est en diminution de l'année 2016 à 2017 de 17%, ceci est expliqué par la baisse du cours de l'action de 1225 à 1020 DZD. Par ailleurs ce dernier remonte en 2018 et 2019 pour atteindre respectivement 1150 et 1209 DZD ce qui entraîne l'augmentation de la valeur de la capitalisation boursière d'un taux de 13% de 2017 à 2018 et 5% de 2018 à 2019 impliquée par l'augmentation des cours boursiers (l'accroissement de la demande sur l'action de BIOPHARM).

<sup>20</sup> ASSOUS NASSIMA. OP citée. P195

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

**TABLEAU N°18** : Calcul de MVA.

(En million de dinars)	Année de Cotation	Après cotation		
Année	2016	2017	2018	2019
Capitalisation boursière (X)	31264	26032	29350	30856
Capitaux propres Y	23298	28111	33069	37737
MVA (X-Y)	7966	-2079	-3719	-6881

*Source : construit par nous-mêmes à partir des états financiers de 2016, 2017, 2018 et 2019 (voir les annexes).*

Selon les résultats obtenus dans ce tableau, l'indicateur MVA montre que le groupe BIOPHARM est destructeur de valeur sur presque toute la période d'étude : de 2017 à 2018 et de 2018 à 2019. Excepté l'année de la cotation (2016).

En 2016 la création de valeur indique de ce fait que le marché est optimiste quant à la capacité de groupe à créer de la valeur.

La destruction de valeur s'explique principalement par la dévaluation de l'action par le marché. En effet, la baisse du cours de l'action est de 17% de 2016 à 2017.

Malgré que le cours reprend son augmentation d'un taux de 13%, en 2018 et de 5% en 2019 la valeur de marché des fonds propres demeure inférieure à leur valeur comptable.

### 2.2.2- Total Shareholder Return (TSR):

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

Avec  $P_t$  : Prix de clôture de l'année en cours (t) ;

$P_{t-1}$  : prix de clôture de l'année précédente (t-1) ;

$D_t$  : Dividendes distribués durant l'année t.

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

**TABLEAU N°19 : Calcul de TSR**

Année	Année de cotation	Après cotation		
	2016	2017	2018	2019
Prix de la clôture de l'action P	1225	1020	1150	1209
Dividendes par action (D)	55	66	100	115
Pt – Pt-1 +Dt...(X)	-	(139)	230	174
Pt-1.... (Y)	-	1225	1020	1150
TSR = X/Y %	-	11.35%	22.55%	15.13%

Source : nos regroupements d'après les informations boursières publiées par la SGBV.

On ne peut pas porter un jugement sur la création de valeur à partir du taux de rentabilité absolu. Il faudrait le confronter au taux de rentabilité obtenue par l'actionnaire au coût du capital pour savoir si ce qu'est généré par l'exploitation est suffisant pour faire face au coût de financement des projets de BIOPHARM.

**TABLEAU N°20 : La valeur créée par le groupe BIOPHARM selon le TSR.**

Année	Après cotation		
	2017	2018	2019
TSR	11.35%	22.55%	15.13%
CMPC	13.99%	13.99%	13.99%
TSR /CMPC	0.81%	1.61%	1.08%

Source : construit par nous-mêmes à partir nos regroupements 2017, 2018 et 2019.

Le groupe BIOPHARM a bien atteint son objectif de création de valeur sur les deux années 2018-2019, contrairement à l'année 2017 où on déduit une destruction de valeur due probablement à la faiblesse des dividendes distribués.

Malgré la hausse de dividendes distribués en 2018-2019 on retrouve cette inquiétante tendance à la baisse

## CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.

---

### 2.2.3-Le Price to Book Ratio PBR

$$PBR = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{valeur nett comptable}}$$

**TABLEAU N°21** :Calcul de PBR.

(en millions de dinars)	Année de Cotation	Après cotation		
Année	2016	2017	2018	2019
<b>Capitalisation Boursière...(X)</b>	31264	26032	29350	30856
<b>Valeur comptable des capitaux propres...(Y)</b>	23298	28111	33069	37737
<b>PBR ...X/Y</b>	1.34	0.93	0.89	0.82

*Source : nos regroupements d'après les informations boursières publiées par la SGBV.*

En s'appuyant sur les résultats de ratio Price to book, nous constatons que le groupe BIOPHARM est destructeur de valeur sur toute la période de l'étude, excepté l'année de la cotation (2016) où le PBR est supérieur à 1, ceci est dû à l'optimisme des investisseurs voir du marché à la première année de la cotation. Néanmoins la baisse de PBR est due à la diminution de son cours boursier, entraînant ainsi une dévaluation de la valeur de marché de ses fonds propres par rapport à leur valeur comptable.

### **CHAPITRE 3 : CAS DE « BIOPHARM » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.**

---

#### **CONCLUSION :**

Après avoir présenté le groupe pharmaceutique privé BIOPHARM SPA qui constitue sans aucun doute l'un des organismes les plus brillants de la jeune industrie algérienne, et qui se présente ainsi comme le leader du marché financier algérien, nous avons constaté qu'elle dispose d'une bonne santé financière.

En termes d'analyse par la méthode des ratios, on remarque que l'entreprise dégage une structure financière solide avec une indépendance financière importante et une autonomie financière marquante, on remarque également que cette dernière dispose d'une liquidité globale suffisante pour faire face à ses besoins à court terme.

Ces résultats démontrent que l'entreprise BIOPHARM est financièrement performante.

Elle aborde les défis de sa croissance future en étant fortement capitalisée et en ayant une faible dette financière, lui donnant ainsi la capacité de considérer de nouveaux investissements et opportunités de croissance.

De là, nous confirmons notre première hypothèse qui porte sur la flexibilité de la politique de financement qui résulte d'une décision de choix d'investissement et du mode de financement qui convient.

En estimant les indicateurs de l'équilibre financier, nous remarquons que l'entreprise est en équilibre durant toute la période étudiée avec une Trésorerie nette positive.

En évaluant la valeur intrinsèque par l'analyse de la rentabilité et de l'EVA, nous concluons que la rentabilité du groupe couvre largement son coût de capital ce qui rend l'entreprise créatrice de valeur interne.

En appliquant les modèles déjà développées MVA et PBR nous avons déduit que le groupe BIOPHARM est destructeur de valeur au niveau externe durant toute la période excepté l'année de sa cotation.

Nous concluons, que le groupe BIOPHARM adapte une politique de financement favorable à la création de valeur, d'où nous confirmons notre seconde hypothèse qui porte sur l'influence de la politique de financement sur la création de valeur.

## CONCLUSION GÉNÉRALE

---

### *Conclusion générale :*

Au terme du présent travail qui porte sur « **l'impact de la politique de financement sur la création de valeur : cas de BIOPHARM** », Nous avons mis en évidence les résultats basiques de notre recherche. Notre étude a pour objectif principal l'analyse de la politique financière d'une entreprise et son lien avec la création de valeur.

Pour atteindre cet objectif, nous nous sommes posées des questions, à travers lesquelles on cherchait l'influence de la politique de financement d'une entreprise sur sa création de valeur ainsi que sur sa performance financière. Ces questions nous ont servi de fil conducteur tout au long de notre étude.

Pour appréhender notre étude et répondre effectivement à nos questions de recherche, nous avons formulé les hypothèses suivantes :

- La politique financière d'une firme est flexible, elle résulte d'une décision de choix de l'investissement et du mode de financement qui convient.
- Le choix d'une politique de financement influence considérablement la création de valeur de Groupe BIOPHARM.

En vue d'arriver à vérifier nos hypothèses, nous avons subdivisé notre travail en trois chapitres outre l'introduction générale et la conclusion générale. Le premier chapitre porte sur les fondements théoriques de la politique de financement et ses effets sur la valeur de l'entreprise, le deuxième traite du lien entre la politique de financement et la performance financière envisagée sous l'angle de la création de valeur. Quant au troisième et dernier chapitre, il est une illustration des développements théoriques en prenant comme organisme le groupe BIOPHARM.

Dans le premier chapitre, nous nous sommes penchées sur la présentation des théories ayant marquées la finance académique. Celles-ci se sont occupées de la production de règles et d'outils opérationnels, qui se distinguent de ce fait de ceux issus de la recherche en finance de marché, les méthodes de recherche en finance sont normatives.

En 1958 Modigliani et Miller furent les premiers théoriciens à se poser des questions sur l'impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise. Ces derniers démontrent que dans un marché parfait en l'absence de la fiscalité et des conflits d'intérêt, des coûts de faillites et où toutes les structures sont identiques, La structure financière n'a aucune incidence sur la valeur de la firme ; C'est-à-dire qu'il n'y a aucune influence sur la création de valeur de l'entreprise quel que soit le mode de financement interne ou externe. Il confirme alors la neutralité de la structure de financement.

## CONCLUSION GÉNÉRALE

---

De nombreux travaux ont remis en cause l'hypothèse de perfection des marchés (la neutralité) et suite à ces critiques, plusieurs théoriciens, en particulier Modigliani et Miller, ont corrigé leur première approche par l'élaboration de leur article en 1963. En introduisant la fiscalité, Modigliani et Miller concluent que la valeur d'une entreprise endettée est supérieure à celle non endettée et ce grâce à l'économie d'impôt liée à la déductibilité des charges fiscales. La théorie de compromis met en œuvre une structure financière qui résulte d'un arbitrage entre les économies d'impôts liés à l'endettement et les coûts d'une éventuelle faillite.

Durant les années 1970, les chercheurs Black et Scholes (1973) se sont penchés sur l'étude du caractère optionnel des décisions financières. En 1976, les auteurs Jensen et Meckling ont tenu compte des conflits d'intérêts entre agents et considèrent que le financement par la dette est plus qu'utile pour la gestion de ces conflits. D'autres chercheurs à l'instar de Myers et Majluf, ont abordé la politique financière comme résultante des problèmes posés par l'asymétrie de l'information. D'un autre côté, Myers (1984) a travaillé sur la mise en relief des priorités dans le choix de ressources financières.

La politique de financement a une incidence sur la structure financière ainsi que sur la politique de dividendes, elle est un ensemble de pratiques mis en œuvre par les dirigeants d'une firme pour appréhender les flux financiers. On distingue également que la structure financière de l'entreprise est adoptée par une politique financière.

Divers modes de financement sont proposés afin de répondre aux besoins des entreprises, qu'ils soient relatifs à l'exploitation ou à l'investissement. Les sources de financements étudiées précédemment, affectent différemment l'efficacité de l'entreprise. Toutefois les moyens de financement font supporter à l'entreprise un coût qui risque, s'il n'est pas bien géré, de compromettre la réussite de la stratégie et donc de mettre en jeu la survie et l'indépendance de la société. Seul le choix d'une bonne combinaison peut réduire les risques d'un tel ou tel mode de financement.

Dans le deuxième chapitre, nous avons étudié, l'impact de la politique de financement sur la performance financière envisagée sous l'angle de la création de valeur. En effet, le sujet de la création de valeur est devenu une préoccupation pour les entreprises. Pour qu'une entreprise attire des investisseurs et soit jugée performante, il ne suffit plus de dégager des résultats bénéficiaires, mais en plus de ça elle doit créer de la valeur. Une firme créatrice de valeur est une firme qui arrive à générer des profits supérieurs à la rentabilité que les actionnaires exigent.

Afin de mettre en évidence les conclusions qu'on a tenues dans le premier et le deuxième chapitre, nous avons étudié l'impact de la politique financière sur la création de valeur au sein

## CONCLUSION GÉNÉRALE

---

d'une entreprise cotée en bourse qui est " BIOPHARM".

A l'issue de cette étude, nous avons déduit que la démarche d'introduction en bourse de l'entreprise BIOPHARM semble trouver certaines explications à travers la théorie de Pecking Order concernant la classification des sources de financement ; et à travers la théorie de l'agence sur le plan de la mise en place de structure visant l'amélioration de la gouvernance grâce à l'analyse de la notice d'information présentée par le groupe BIOPHARM.

Nous avons constaté aussi que la politique de financement a une influence significative sur la valeur de l'entreprise mais diffère en fonction de l'indicateur de mesure de la création de valeur interne et externe. Ce qui montre que BIOPHARM, malgré qu'elle soit destructrice de valeur au niveau externe, elle en crée au niveau interne.

Selon les résultats que nous avons obtenus lors de nos recherches, les deux hypothèses sont vérifiées et confirmées.

Comme tout travail de recherche, le nôtre présente des insuffisances qui restent autant de pistes de recherche à développer dans le futur.

## CONCLUSION GÉNÉRALE

---

---

## Ouvrages :

- ALAIN Marion : « Analyse financière : concepts et méthodes » ; Edition Dunod ; Paris, 2015.
- Béatrice et Francis GRANDIGUILLOT : '' Analyse financière '' Ed Gualino, Paris 1998.
- Christian Pierrat ''la gestion financière de l'entreprise'', édition La découverte, Paris 2014,
- Fatimata LY-BARO, structure financière de l'entreprise, Edition Economica, Paris, 2002
- G. DEPALLENS et J.P. JOBARD, Gestion financière de l'entreprise, ed sirey, 10<sup>ème</sup> ed, 1990, paris.
- Gérard Charreaux; Théorie financière et stratégie financière ; Revue française de gestion ; vol 1, no 160, 2006.
- GILLET Rolant, JOBERT JEAN.Pierre, NAVATTE Patrick, RAMABOURGE Philippe : « Finance d'entreprise, finance de marché, diagnostic financier », Edition dollaz, 1994.
- Grégory Denglos, la création de valeur, modèles, mesure, diagnostic, édition dunod , paris 2003.
- HEREVE HUTIN, « Toute la finance », Ed ORGANISATIONS, 4<sup>ème</sup> Ed, Paris, 2010
- ISSOR, Zineb, ''la performance de l'entreprise : un concept complexe aux multiples dimensions'' édition De Boeck Supérieur, 2017.
- James. Van Horne, Gestion et politique financière, 2<sup>ème</sup> édition pertinence, 1972
- JEAN Barreau, JACQUELINE Delahaye, Gestion financière DECF 4, manuel et application, éd dunod, 12<sup>ème</sup> édition, paris 2003
- J.L MALLOT et C JEAN., L'essentiel du contrôle de gestion, édition d'organisation, Paris, 1998,
- Jean-Guy Degos, Stéphane Griffiths « Gestion Financière de l'analyse à la stratégie », Éditions d'organisation, Paris, 2011
- Kalika. M, structures d'entreprises : Réalités, Déterminants et Performance, éditions Economica, Paris, 1998
- LORINO Philip, Méthode et pratique de la performance : guide de pilotage, les éditions d'organisation, paris, 1998

- PHILIPPE de Woot, La dynamique de l'entreprise performante, Ed Marabout, Paris, 1974
- PIERRE Voyer, Tableaux de bord de gestion et indicateurs de performance, 2<sup>ème</sup> édition, Presses de l'Université Québec, 2011
- PIERRE Ramage : « Analyse et diagnostic financier » ; Edition d'organisation ; Paris ; 2001.
- Pierre Vernimmen, Pascal QUIRY, Yann LE FUR "finance d'entreprise" ; Edition Dalloz, 14<sup>ème</sup> ed, Paris 2016
- Piget Patrick, « Décisions d'investissement, incertitude et informations » ed Economica. 2<sup>ème</sup> Edition, Paris 2019.
- PINTO Paul, La performance durable, édition Dunod, Paris, 2003
- Rivet Alain, « Gestion financière », Edition Ellipses, Paris, 2003
- Roland Portait, Patricia Charlety, Denis Dubois, Philippe Noubel : « Les décisions financières de l'entreprise », édition Puf, Paris, 2004
- Robert COBBAUT, Théorie financière, 4<sup>ème</sup> édition, Economica, Paris, 1997, P442.
- SOGOBOSSI, Bertrand. Perception de la notion de performance par les dirigeants de petites entreprises en Afrique. La revue des sciences de gestion, Université CAMES, FASEG. Edition : direction et gestion, page 118, janvier 2010.
- TALEB Lotfi, Politique de dividende sous l'hypothèse d'un marché imparfait, édition univ européenne, 2018

### **Mémoires et thèses :**

- Abderrahman JAHMANE « La fidélisation des parties prenantes centrales (Actionnaires et Personnels) et leur impact sur la performance financière de l'entreprise », Thèse de doctorat, Université de Lille 1, 2012.
- Ahlem YAAKOUBI et Olfa Riahi « Les déterminants de la structure de capital » mémoire de fin d'études, Université de la Manouba, 2007.
- ASSOUS Nassima, thèse de doctorat « l'impact des décisions financières sur la création de valeur au sein des entreprises publiques Algérienne cotées à la bourse d'Alger », Cas de SAIDAL et l'E.G.H-AURASSI. Juin 2015

- BERKAL Safia, Les relations Banques/entreprise publiques : portées et limites (cas de la banque national d'Algérie et l'entreprise Leader Meuble Taboukert), 2012.
- BOUSSADIA Hichem « La gouvernance d'entreprise et le contrôle du dirigeant : cas de l'entreprise publique algérienne », Thèse de doctorat, Université Abou Bekr Belkaid, Tlemcen, 2014.
- HAJAR MOUATASSIM LAHMINI, ABDELMADJID IBENRISSOUL. Impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise marocaine : Cas des sociétés cotées des secteurs Immobilier et Matériaux de Construction. L'université Jean Moulin LYON 3- France. Juin 2015.
- Imed ZORGUI, le choix de financement entre la dette et l'équité : survol de la théorie et application pour les firmes canadiennes de 1998 à 2003. Université de Québec, Avril 2009.
- KISEMPA M., Appréciation de la performance d'une entreprise privée à travers sa structure financière cas de CILU, mémoire, L2 Gestion Financière, FASEG, UNIKIN, 2008-2009.
- Mbaye Fall Diallo, La création de valeur dans l'entreprise : le rôle de la gouvernance et des leviers financiers, mémoire master en gestion, département économie et finance, université Paul Cézanne Aix Marseille, 2001.
- MWILARHE SHUKURU Herbert, Politique de dividende et l'autofinancement des petites et moyennes entreprises familiales, cas de la société Olive SPRL, Mémoire, 2013-2014.
- Nadia CANAZI, cout de capital, 2010, rapport de stage publié en ligne sur le site de Bibliothèque cyberlibris d'HEM, France.
- Sheria ruvgiro 2010 "la structure financière et la rentabilité « Mémoire de master université libre des pays des grands lacs. Consulté sur internet Mémoire Online .

### **Sites internet :**

- <https://www.algerie-eco.com>
- <https://www.africmemoire.com>
- <http://www.aps.dz/sante-science-technologie>
- <http://www.cairninfo.fr>
- <https://comptabilite.ooreka.fr/astuce/voir/528361/rentabilite-economique>
- <https://cours-bts-cg.fr/les-moyens-de-financement>
- <https://graphseobourse.fr>
- [www.journaldunet.fr/business/dictionnaire](http://www.journaldunet.fr/business/dictionnaire)
- <https://lewebpedagogique.com>
- <http://www.sgbv.dz/commons/fr/communiquer>

### **Rapports et guides :**

- ✚ Guide pratique de l'introduction en bourse; Bourse d'Alger, Ed SGBV.2015.
- ✚ Notice d'information BIOPHARM, 2015.
- ✚ Rapport annuel BIOPHARM ,2015.
- ✚ Rapport annuel BIOPHARM ,2016.
- ✚ Rapport annuel BIOPHARM, 2017.
- ✚ Rapport annuel BIOPHARM, 2018.
- ✚ Rapport annuel BIOPHARM 2019.
- ✚ Rapport annuel de la COSOB, 2018.

❖ **Liste des tableaux.**

<b>Tableau N°</b>	<b>Intitulés</b>	<b>Page</b>
<b>1</b>	La part de marché de BIOPHARM	<b>67</b>
<b>2</b>	La structure des fonds propres de Biopharm	<b>70</b>
<b>3</b>	La structure des dettes a long moyens terme de Biopharm	<b>71</b>
<b>4</b>	La structure des dettes a court terme de Biopharm	<b>71</b>
<b>5</b>	Calcul du Ratio d'autonomie financière	<b>73</b>
<b>6</b>	Calcul du Ratio d'indépendance financière	<b>74</b>
<b>7</b>	Calcul du Ratio d'endettement.	<b>75</b>
<b>8</b>	Calcul du Ratio de liquidité générale.	<b>75</b>
<b>9</b>	Calcul du Ratio de liquidité immédiate	<b>76</b>
<b>10</b>	Calcul du Fonds de roulement par le haut du bilan	<b>77</b>
<b>11</b>	Calcul du besoin de Fonds de roulement	<b>78</b>
<b>12</b>	Calcul du la trésorerie nette	<b>79</b>
<b>13</b>	Ratio de rentabilité économique	<b>80</b>
<b>14</b>	Ratio de rentabilité financière ROE	<b>81</b>
<b>15</b>	Calcul de l'EVA.	<b>84</b>
<b>16</b>	Calcul de PER.	<b>85</b>
<b>17</b>	Calcul de Capitalisation boursière.	<b>86</b>
<b>18</b>	Calcul de l'MVA.	<b>87</b>
<b>19</b>	Calcul de TSR	<b>88</b>
<b>20</b>	La valeur créé par le groupe BIOPHARM selon le TSR	<b>88</b>
<b>21</b>	Calcul de PBR.	<b>89</b>

❖ **Liste des figures.**

<b>N°</b>	<b>Titre des figures</b>	<b>Page</b>
<b>1</b>	Structure juridique du Groupe BIOPHARM SPA.	<b>60</b>
<b>2</b>	Marché pharmaceutique Algérien (2018-2021p)	<b>66</b>
<b>3</b>	La structure financière de BIOPHARM pour l'année 2015.	<b>72</b>
<b>4</b>	La structure financière de BIOPHARM pour l'année 2016.	<b>72</b>
<b>5</b>	La structure financière de BIOPHARM pour les années 2017,2018 et 2019.	<b>72</b>

<i><b>Abréviation</b></i>	<i><b>Signification</b></i>
<b>M.M</b>	Modigliani et Miller
<b>MEDAF</b>	Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers
<b>OPA</b>	Offre Publique d'Achat
<b>OPE</b>	Offre Publique d'Echange
<b>POT</b>	Pecking Order Theory
<b>CAF</b>	Capacité d'Auto Financement
<b>RN</b>	Résultat Net
<b>SARL</b>	Société A Responsabilité Limitée
<b>SPA</b>	Société Par Action
<b>FRN</b>	Fonds de Roulement Net
<b>FRNG</b>	Fonds de Roulement Net Global
<b>BFR</b>	Besoin en Fonds de Roulement
<b>BFRE</b>	Besoin en Fonds de Roulement d'Exploitation
<b>CMPC</b>	Coût Moyen Pondéré du Capital
<b>CP</b>	Capitaux Propres
<b>FP</b>	Fonds Propres
<b>DCT</b>	Dettes à Court Terme
<b>DLMT</b>	Dettes à Long Moyen Terme
<b>EVA</b>	Economic Value Added
<b>ROE</b>	Return On Equity
<b>ROA</b>	Return On Assets
<b>ROCE</b>	Return On Capital Employed
<b>ROIC</b>	Return On Invested Capital
<b>CFROI</b>	Cash-Flow Return On Investment
<b>VAN</b>	Valeur Actuelle Nette
<b>BPA</b>	Bénéfice Par Action
<b>PBR</b>	Price To Book Ratio
<b>PER</b>	Price Earning Ratio
<b>MVA</b>	Market Value Added
<b>TSR</b>	Total Shareholder Return
<b>COB</b>	Contrôle des Opérations de Bourse
<b>ISO</b>	International Organization for Standardization
<b>ANSM</b>	Agence Nationale de Sécurité Des Médicaments
<b>IOB</b>	Intermédiaire en Opérations de Banque
<b>GPE</b>	Groupe Pharmaceutique Européen
<b>BNA</b>	Banque Nationale Algérienne
<b>BEA</b>	Banque Extérieure d'Algérie
<b>BDL</b>	Banque de Développement Local
<b>CNEP</b>	Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance
<b>CPA</b>	Crédit Populaire d'Algérie
<b>BNP</b>	Banque Nationale de Paris (PARIBAS)
<b>EBITDA</b>	Earnings Before Interest, Taxes,

	Depreciation, and Amortization
<b>TN</b>	Trésorerie Nette
<b>CI</b>	Capitaux Investis
<b>CRSP</b>	Centre de Recherches en Sciences Pharmaceutiques
<b>INSEE</b>	Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques.
<b>OMS</b>	Organisation Mondiale de la Santé
<b>SGBV</b>	La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs
<b>SA</b>	Société Anonyme
<b>B</b>	Béta
<b>Rf</b>	Risque Free
<b>Rm</b>	Rendement du marché
<b>OPV</b>	Offre Publique de Vente
<b>COSOB</b>	Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse.
<b>DCF</b>	Discounted Cash-flows

## Table des matières

### Remerciement Dédicaces Sommaire

### Liste des abréviations

### Introduction générale ..... 1

## CHAPITRE 1 : Les fondements théoriques et notionnels de la politique de financement et ses effets sur la valeur de l'entreprise

### Introduction..... 4

### Section 1 : Les apports anciens et récents de la théorie financière ..... 5

1. La finance académique avant 1958 ..... 5

2. Les apports anciens de la théorie financière..... 6

2.1. Les thèses de Modigliani et Miller ..... 6

2.1.1. La non pertinence de la structure financière ..... 6

2.1.2. Critiques des apports de Modigliani et Miller ..... 8

2.1.3. L'avantage fiscal de l'endettement ..... 8

2.2. La politique de dividendes et son lien avec la politique de financement..... 8

2.2.1. La thèse de M.M : neutralité de la politique de dividendes ..... 9

2.2.2. Critique du modèle de M.M et l'importance de la politique des dividendes (Modèle de Gordon et Shapiro) ..... 10

2.3. La théorie de compromis ..... 11

2.4. L'apport de Sharp et Lintner ..... 12

2.5. L'apport de Black et Scholes ..... 13

3. Les apports récents de la théorie financière ..... 14

3.1. L'apport de la théorie des coûts de transactions..... 14

3.2. L'émergence de la gouvernance d'entreprise..... 15

3.2.1. Les Mécanismes du gouvernement des entreprises ..... 15

3.3. Théorie positive de l'Agence..... 16

3.4. L'apport de la théorie de signal ..... 17

3.5. La théorie de financement hiérarchique..... 18

### Section 2 : Politique de financement et structure financière ..... 19

1. Politique de financement..... 20

1.1. Le rôle de la politique de financement..... 20

1.2. Moyens de financement de l'investissement ..... 21

2. Structure financière ..... 25

2.1. Les déterminants de la structure financière .....	25
2.2. Objectif de la structure financière .....	26
2.3. L'importance de la structure financière .....	26
2.3.1. La structure financière optimale .....	27
<b>Conclusion .....</b>	<b>29</b>
<b>Chapitre 2 : Le lien entre la politique de financement et la performance financière envisagée sous l'angle de la création de valeur.</b>	
<b>Introduction .....</b>	<b>30</b>
<b>Section 1 : L'impact de la politique de financement sur la performance financière .....</b>	<b>31</b>
1. La performance financière de l'entreprise .....	31
1.1. Définition de la performance .....	31
1.2. Définition de la performance financière .....	33
1.3. Objectif de la performance financière .....	33
1.4. Les indicateurs de la performance financière .....	33
1.4.1. Les indicateurs de la structure financière.....	34
1.4.1.1. Les ratios de solvabilité .....	34
1.4.1.2. Le ratio de liquidité.....	35
1.4.2. Les indicateurs d'activités.....	35
1.4.2.1. La rentabilité .....	35
1.4.2.2. EVA .....	36
1.4.2.3. La profitabilité .....	37
1.4.2.4. L'autofinancement .....	37
1.5. Caractéristiques d'une entreprise performante.....	37
2. L'introduction en bourse et ses effets sur la performance de l'entreprise .....	38
2.1. Les avantages de la cotation .....	38
2.2. Les inconvénients de la cotation.....	39
3. Les effets de la politique de financement sur la performance financière .....	40
3.1. Financement par endettement .....	40
3.2. Financement par fonds propres : émission d'actions nouvelles/ Autofinancement .....	42
<b>Section 2 : Mesures et indicateurs de création de valeur .....</b>	<b>43</b>
1. Les concepts de la création de valeur .....	43
2. Mesures de la création de valeur .....	44
2.1. Les indicateurs de nature économique .....	44

2.1.1. La valeur actuelle nette (VAN) .....	44
2.1.2. L'Economic Value Added (EVA) .....	45
2.2. Les indicateurs de nature comptable .....	46
2.2.1. Le Bénéfice Par Action (BPA) .....	46
2.2.2. Les taux de rentabilité comptables.....	47
2.2.3. Le Price to Book Ratio PBR .....	47
2.3. Les indicateurs de nature boursière .....	48
2.3.1. Market value added (MVA) .....	48
2.3.2. Total Shareholder Return (TSR) .....	49
3. L'importance du CMPC pour la mesure de la création de valeur .....	50
3.1. Coût des fonds propres .....	51
3.2. Coût de la dette.....	51
4. L'impact de la politique du financement sur la création de valeur .....	53
<b>Conclusion .....</b>	<b>57</b>
<b>Chapitre 3 : Cas de « BIOPHARM » comme illustration des développements théoriques</b>	
<b>Introduction .....</b>	<b>58</b>
<b>Section 1 : Présentation et historique de BIOPHARM .....</b>	<b>58</b>
1. Présentation du groupe BOPHARM .....	58
2. L'évolution historique du groupe BIOPHARM .....	60
3. Évolution du capital de BIOPHARM .....	62
4. Le marché pharmaceutique algérien .....	62
4.1. Positionnement de BIOPHARM.....	65
5. L'introduction de BIOPHARM en bourse .....	66
5.1. Caractéristiques de l'offre Publique de souscription (OPV) des titres du BIOPHARM .....	66
5.2. L'objectif d'introduction en bourse.....	67
6. L'évaluation de Biopharm.....	67
6.1. La méthode DCF (Discounted Cash Flows) .....	68
6.2. La méthode des multiples comparables.....	68
<b>Section 2 : L'analyse de la politique de financement et de la création de valeur au sein de groupe BIOPHARM .....</b>	<b>69</b>
1. L'analyse de la politique de financement de BIOPHARM (avant et après cotation en bourse) ....	69
1.1. Par La structure du capital de BIOPHARM .....	69
1.2. Par les ratios de structures.....	72

1.2.1.	Les ratios de solvabilité avant et après cotation de BIOPHARM.....	72
1.2.1.1.	Le ratio d'autonomie financière.....	72
1.2.1.2.	Le ratio d'indépendance financière .....	73
1.2.1.3.	Le ratio d'endettement (RE) .....	73
1.2.2.	Les ratios de liquidité avant et après cotation de BIOPHARM.....	74
1.2.2.1.	Ratio de liquidité générale .....	74
1.2.2.2.	Ratio de liquidité immédiate.....	75
1.3.	Par l'équilibre financier .....	75
1.3.1.	Le fonds de roulement net.....	75
1.3.2.	Le besoin du fonds de roulement.....	76
1.3.3.	La trésorerie nette (TN) .....	77
2.	Indicateurs de mesure de la création de valeur .....	78
2.1.	Indicateurs de création de valeur intrinsèque, avant et après cotation.....	79
2.1.1.	La rentabilité économique, Return On Capital Employed (ROCE) .....	79
2.1.2.	La rentabilité financière ou return on equity (ROE) .....	79
2.1.3.	Calcul de l'EVA.....	80
2.1.4.	Le Bénéfice Par Action ou Price Earnings Ratio (PER) .....	83
2.2.	Indicateurs de création de valeur boursière, avant et après cotation .....	84
2.2.1.	Market value added (MVA) .....	84
2.2.2.	Total Shareholder Return (TSR) .....	85
2.2.3.	Le Price to Book Ratio PBR .....	87
	<b>Conclusion .....</b>	<b>88</b>
	<b>Conclusion générale .....</b>	<b>89</b>
	<b>Bibliographie .....</b>	<b>92</b>
	<b>Liste des Tableaux et des figures .....</b>	<b>96</b>
	<b>Liste des abréviations .....</b>	<b>98</b>
	<b>Tables de matières.....</b>	<b>100</b>
	<b>Annexes .....</b>	<b>104</b>