

UNIVERSITE D'ORAN

Faculté des Sciences Economiques, des sciences de gestion, et sciences commerciales

Ecole doctorale d'économie et de management.

Mémoire de Magister

Option : Finance

Thème :

La structure du capital de l'entreprise et création de valeur : Le cas EGH El-Aurassi

Présenté par :

M^f. BELHOCINE Lakhdar

Sous la direction de :

M^f. BENBAYER Habib

Membre de jury:

Président : M^f REGUIEG-ISSAD Driss Professeur Université d'Oran.

Rapporteur : M^f BENBAYER Habib Professeur Université d'Oran.

Examineur : M^f MEBARKI Naceur Maître de conférences (A) Université d'Oran.

Examineur : M^{elle} BOUDJANI Malika Maître de conférences (A) Université d'Oran.

Année Universitaire 2010 / 2011



Dédicaces

Pour l'Algérie.

Remerciement

Que ces remerciements ne soient pas l'équivalent d'un exercice de style, ou encore d'une courtoisie académique. Qu'ils soient le reflet de la juste valeur scientifique d'un catalyseur ayant fédéré des partenaires pour édifier la présente oeuvre. La réalisation d'un mémoire de Magister, en effet, ne suppose pas uniquement l'agrégation d'efforts particuliers, mais l'épanouissement au sein d'un groupe propice à la créativité et au partage de la connaissance.

Je tiens ainsi à exprimer ma gratitude à celles et ceux qui ont permis la progression et l'aboutissement de ce travail de recherche.

Ma pensée va particulièrement à mes parents, **SAID** Et **BENTENNABI** qui m'ont mis sur la voie du progrès et qui ont tant contribué à la poursuite de mes études. Leur soutien sans relâche m'amène à leur exprimer toute mon affection et leur dédier ce travail. « Le titre que je vise ne devrait pas être une fierté pour vous ; Il est surtout le symbole d'une éducation exemplaire qui a atteint un des plus hauts sommets que les parents ambitionnent pour leurs enfants ».

Je tiens aussi à remercier vivement le **Professeur Habib BENBAYER**. Après m'avoir fait l'honneur d'accepter la direction de ce mémoire. Il m'a patiemment suivi ; C'est avec subtilité qu'il a su transformer mes maladresses pour atteindre la maturité universitaire et mériter mon intégration dans la communauté scientifique.

A mon oncle **Hadj Abdelkader**, qui m'est toujours source de force et d'espoir.

Je tiens aussi à remercier vivement mes frères **Fethi** et **Sofiane**, ma sœur **Imen**.

Durant ces recherches, de nombreuses personnes m'ont marqué, les unes par leur sens critique, les autres par leur esprit encyclopédique et quelques unes par leur perspicacité scientifique, tous ceux et toutes celles qui ont contribues de près ou de loin à la concrétisation de ce mémoire trouveront ici l'expression de ma gratitude.

I will start by asking, "How do firms choose their capital structures?" Again, the answer is, "We don't know." The capital structure puzzle is tougher

MYERS Stewart, «The capital structure puzzle», Journal of Finance 39, p1, 1984.

Introduction :

L'une des ressources fondamentales de la société est constituée de flux monétaire provenant de ses actifs. Lorsque la société est entièrement financée par des actions, tous ces flux monétaires reviennent aux actionnaires. Lorsque la société émet à la fois des titres d'emprunts et des actions, elle s'engage à diviser les flux monétaires en deux catégories. L'une relativement sûre pour les détenteurs de titre d'emprunt, et l'autre, risquée pour les actionnaires.

La répartition des différents titres de la société est appelée structure du capital ou structure financière de la société. La société tente de trouver une combinaison qui maximisera sa valeur de marché. Il se peut qu'aucune des combinaisons n'a plus d'intérêt qu'une autre. Les décisions réellement importantes à prendre en présence de certaines conditions bien déterminées concernent peut-être uniquement les actifs de l'entreprise (section 1.A). En l'absence de ces conditions, le financier doit savoir tirer profit, afin de maximiser la valeur de la société (section 1.B). En va voir ainsi les limites du modèle (section 2), pour conclure que la maximisation de la valeur de l'entreprise ne revient pas toujours à minimiser le coût du capital (section 3).

Section 1 : l'approche traditionnelle versus l'apport de M&M :

Depuis un article de 1944 « Préférence de liquidité et la théorie de l'intérêt et la monnaie », F. Modigliani est devenu passionné des tests empiriques de la structure keynésienne¹ ; Une des clefs composante de cette structure est la fonction d'investissement. Elle explique l'investissement en termes de taux d'intérêt, vu comme coût du capital, c'est le coût des différents fonds à investir. Les théoriciens de la finance traditionnelle² affirment que le coût du capital dépend de la manière dont la quelle l'entreprise a été financée. F. Modigliani (op. cité) n'avait pas la même vision. Il été convaincu que la valeur marchande d'une société devrait être indépendante de la structure du capital. L'article de M&M de 1958, « Le coût du capital, finance d'entreprise et la théorie de l'investissement »³, vient pour mettre la base d'une théorie solide de l'effet de la structure du capital sur la valeur de l'entreprise, afin d'établir ensuite les principes du choix rationnel d'investissement et de la politique financière, dans un monde d'incertitude⁴.

Les économistes ont évité l'essence du problème en concluant que le coût du capital est le taux d'intérêt sur les obligations. Un choix rationnel d'investissement

¹ BARNET William, SOLOW Robert, « An interview with F.MODIGLIAN », the university of KANSAS, working papers series in the orecal and applied economics, n°200407, pp.232-234, 1999.

² La théorie financière de l'entreprise a connu à travers le temps plusieurs évolutions et révolutions. Cette approche ce situe avant l'année de publication de l'article révolutionnaire en théorie financière de M&M (1958). La théorie financière traditionnelle ne poursuit pas directement un objectif d'explication des décisions financière des sociétés ; elle cherche à prescrire des règles normatives visant à choisir les décisions optimales.

³ MODIGLIANI Fronco, MILLER Merton, « The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment», American Economic Review, volume 48, 1958.

⁴ Deux prix Nobels, l'un des articles les plus cité et une rupture dans la logique financière traditionnelle d'un point de vue méthodologique, et apport théorique ; nous obligent d'approfondir L'article de M&M de 1958, « Le coût du capital, finance d'entreprise et la théorie de l'investissement », nous voulons comprendre comment des marchés parfait réagissent à l'impôt et autre éléments abordés dans ce chapitre.

serait là où le rendement marginal est égal au taux d'intérêt. Les deux critères de prise de décision sont alors⁵ :

- La maximisation des profits « rendement marginal supérieure au coût ».
- La maximisation de la valeur marchande « prix de vente supérieure au coût d'acquisition ».

Puisque la valeur d'un actif quelconque apparaît comme la valeur présente de l'ensemble des flux financiers espérés et générés par cet actif⁶. Tout détenteur d'un actif est susceptible de bénéficier d'une rémunération par son entreprise. La notion de rendement d'un actif s'étend normalement comme le rapport entre la rémunération nette et le prix d'acquisition d'un titre⁷

Dans un monde de retour sûr, la capitalisation des flux se fait au taux d'intérêt. Cette valeur capitalisée excède son coût du capital seulement si le rendement des capitaux excède le taux d'intérêt⁸.

Certaines tentatives pour tenir compte de l'incertitude, ont ajouté une prime de risque au taux d'intérêt comme rémunération du risque supporté. Les décisions d'investissement sont basées sur la comparaison de risque ajouté. Les limites de cette vision ont brusquement apparu, comme difficulté de la détermination de la taille de l'escompte du risque.

⁵ MODIGLIANI Franco, MILLER Merton, « Ibid », pp 261-262, 1958.

⁶ VARIAN Hal, « Le principe d'arbitrage en économie financière », Annales d'Economie et de Statistique, No 10, pp. 1-22, 1988.

⁷ FICHER I (1907), WILLIAMS J.B (1938), en placent les fondements et les notions modernes de la valeur en théorie financière. Les trois axes fondamentaux de la théorie de la valeur en finance sont : la valeur et le temps, la valeur et le risque, la valeur et l'information.

⁸ Dans la finance en avenir certain, la distinction entre la dette et le fonds propres se réduit à la terminologie.

1. Modigliani et Miller (1958) :

M&M ont pris deux lignes principales d'attaque, comme tentative d'extrapoler au monde de l'incertitude de chacun de ces deux critères. La maximisation de profit et la maximisation de la valeur marchande⁹.

Le critère de maximisation de profit n'a plus de sens dans l'incertitude, puisqu'il n'existe pas de résultat unique de bénéfice. Les résultats de bénéfices sont devenus une variable aléatoire, où l'espérance mathématique est la variable à maximiser. C'est la fonction d'utilité pour un propriétaire (maximum de profit avec minimum de risque) qui pèse le rendement prévu contre d'autres caractéristiques de la distribution. Donc, le critère de maximisation de profit est transformé dans l'incertitude en maximisation de l'utilité. Cependant, le premier critère exige que le taux de rendement prévu excède le taux d'intérêt. Selon le deuxième critère un titre vaut la peine d'acquérir s'il augmente la valeur marchande des titres.

L'approche alternative basée sur la maximisation de la valeur marchande, peut fournir une base pour une définition opérationnelle du coût du capital ou n'importe quel projet d'investissement et son plan concomitant de financement doivent passer seulement l'essai suivant :

Est-ce que le projet, comme étant financé soulève la valeur marchande des parts de la société? Si oui, il vaut la peine d'entreprendre, si non, son retour est moins que le coût du capital de la société¹⁰.

Bien sur cela est entièrement indépendant du goût des propriétaires, puisque le prix du marché reflète non seulement leurs préférences, mais aussi s'eux de tous les propriétaires potentiels. L'appréciation de la valeur est réalisée en évaluant un titre par le propriétaire et/ou un propriétaire potentiel. Si le retour prévu est régulièrement supérieur au coût du capital, les investisseurs appréciant cela, la

⁹ MODIGLIANI Franco, MILLER Merton, « Ibid », p 263, 1958.

¹⁰ MODIGLIANI Franco, MILLER Merton, « Ibid », p 264, 1958.

valeur ou le prix de la part augmente. Nous allons nous limiter à cela, qui sera le cœur du problème de notre recherche. Quel est l'effet de la structure du capital sur cet évaluation ou appréciation, donc sur la valeur des parts d'une société ?

1.1. Les hypothèses :

Avant d'approcher le problème du coût du capital¹¹, il faut développer un appareil pour traiter les flux incertains¹². Dans tout l'article de M&M c'est l'équilibre partiel qui est retenu. Le niveau de l'analyse c'est le niveau de l'entreprise. Une économie dont tous les biens sont possédés par des sociétés. La seule source de financement de ces biens est l'action ordinaire. Ces titres apporteront aux actionnaires des flux de bénéfice « incertain », prolongé infiniment dans le futur. Une valeur moyenne de chaque unité de temps, c'est-à-dire bénéfice moyen par unité de temps, est fini et représente une variable aléatoire sujet à la distribution de probabilité. Le retour d'une part est la valeur moyenne dans une période de flux et l'espérance mathématique de cette moyenne comme retour prévu de la part. Si on essaie de caricaturer ces données on va avoir ¹³:

x est le retour moyen de la part dans une unité de temps.

x_p est le retour prévu de la part.

X est le retour de la société.

X_p est le retour prévu de la société.

¹¹ Maximisé une valeur en Finance revient à minimiser le coût.

¹² Il existe différents genres de théorie, un genre de théorie représente un point de vue. Un ensemble de principes qui guide le développement des modèles et essais spécifiques. Un deuxième genre est une théorie d'illustration, c'est-à-dire comment une certaine idée peut être exprimée d'une façon logique, claire et très simple, avec des hypothèses souvent faites pour résoudre certains modèles fermés et bien définis. Un troisième genre essaie d'attacher une variété d'observations d'une façon logique en rassemblant les faits d'une origine commune pour tirer des solutions. Un quatrième genre c'est la théorie normative.

¹³ MODIGLIANI Franco, MILLER Merton, « Ibid », pp 265-266, 1958.

Noter que les flux sont des flux de bénéfices, non pas des dividendes, les excédants non distribués sont un simple détail qui peuvent être négligés.

Un autre détail qui peut être négligé c'est la variabilité des flux. Incertitude et variabilité sont deux concepts distincts.

La classe de risque¹⁴, où les sociétés sont classées en groupe de retour ou résultat équivalent. Dans n'importe quelle classe donnée, les actions des différentes sociétés ont un facteur de balance, une homogénéité, qui permettent de substituer une part à une autre.

Les actions sont échangées dans un marché parfait¹⁵.

1.2. Un prix unique pour des produits équivalents :

Dans un marché parfait, deux investissements qui offrent la même rémunération doivent avoir la même valeur¹⁶. Le prix par valeur d'un dollar de retour prévu doit être le même pour tous les parts de n'importe quelles classe donnée. D'une manière équivalente ; dans n'importe quelle classe donnée le prix de chaque part doit être proportionnelle à son retour prévu. Si P_i représenter le prix ; K la classe de risque ; i la part ; le facteur de balance dans d'une classe va être $1/pk$.

$$P_i = \frac{1}{pk} x_p. \text{ Ou d'une façon équivalente } pk = \frac{x_p}{P_i}$$

¹⁴ Les principaux éléments d'appréciation permettant de déterminer la classe de risque sont les suivants:

- Appréciation financière (revenu, rentabilité, patrimoine, capacité à faire face aux charges).
- Des flux de trésorerie identiques, les investisseurs attendent le même taux de rentabilité.
- Appréciation qualitative (management, concurrence, technologie).
- Historique de la relation avec le client (incidents de paiements, poursuites).

¹⁵ Les hypothèses d'un marché parfait sont les suivantes - atomicité du marché, c'est-à-dire, multiplicité des acheteurs et des vendeurs, sans qu'aucun d'entre eux ne puisse avoir une position dominante ; ils sont considérés comme "price-takers".

- libre entrée sur le marché, ce qui suppose une liquidité et des frais de transaction réduits.
- transparence totale du marché, les informations sont accessibles à tous et sans coût.
- divisibilité parfaite du capital.

De ce fait les investisseurs peuvent emprunter aux mêmes conditions que l'entreprise.

¹⁶ GOFFIN Robert, « Principe de finance moderne », 2^e édition, Economica, pp 73-79,1999.

Le prix se fixe à partir d'un retour prévu, alors que le facteur de balance nous montre la relation entre les prix de différentes parts dans une même classe. Or les prix doivent être égaux –c'est le résultat des hypothèses, classe de risque, marché parfait ... -. Donc on doit remplacer le prix d'un titre par le prix de n'importe quel titre à un facteur de balance approprié à une classe donnée, « $1/p_k$ ».

Pour formaliser la donne¹⁷ :

- p_k est le taux de rendement prévu de n'importe quelle action dans la classe K.
- $1/p_k$ est le prix de la valeur d'un dollar de revenu prévu que l'investisseur doit payer afin de percevoir le rendement p_k .
- on peut considérer p_k comme taux de marché de la capitalisation de la valeur prévue des flux incertains.

1.3. L'introduction du financement par dettes :

Si les sociétés peuvent maintenant publier des obligations, c'est une possibilité d'avoir différentes proportions de dettes dans la structure du capital, même dans une classe. Ce qui met les actions dans des différents degrés de risque financier ou levier financier. Par conséquent, elles ne seront plus des produits de remplacement parfait. Pour éviter cela, on va mettre deux hypothèses¹⁸ :

Les obligations rapportent un revenu constant et sûr par unité de temps. Donc toutes les obligations sont des produits de remplacement parfait à l'aide d'un facteur de balance. Les obligations sont échangées dans un marché parfait, elles doivent être vendues au même prix par valeur d'un dollar de retour.

¹⁷ MODIGLIANI Franco, MILLER Merton, « Ibid », p 267, 1958.

¹⁸ MODIGLIANI Franco, MILLER Merton, « Ibid », p 268, 1958.

Noter que le rendement d'une obligation est le taux d'intérêt « r », qui est le taux de capitalisation pour les flux sûrs. Rappelons que p_k et le taux de capitalisation des flux incertains dans des sociétés « non endettées ».

1.4. La Proposition I¹⁹ :

Si D_i est la valeur marchande des dettes, S_i la valeur marchande des actions, $V_i = S_i + D_i$. On a vu que $P_i = \frac{1}{p_k} X_p$, l'ensemble des valeurs P_i représente la valeur de la firme V_i , qui est équivalente à l'ensemble des revenus prévus des parts c'est-à-dire le revenu prévu de la société X_p .

$$V_i = \frac{X_{ip}}{p_k}$$

La valeur marchande de n'importe quelle société est indépendante de sa structure du capital « D_i/S_i ». Elle est indiquée seulement par la capitalisation de son retour prévu au taux p_k approprié à sa classe.

Si la décision de financement n'affecte ni le revenu prévu ni la valeur de la société, par conséquent la décision de financement n'affecte pas le ratio

$\frac{\text{revenu prévu}}{\text{valeur de la société}}$. On peut noter de la même façon que $p_k = \frac{X_{ip}}{V_i}$; qui est le coût

du capital de la société « le rapport $\frac{\text{revenu prévu}}{\text{valeur de la société}}$ »²⁰ donc la valeur d'une société est indépendante de sa structure du capital.

Par conséquent, une structure optimale de financement des entreprises est inexistante et la valeur d'une entreprise et le coût du capital sont indépendants de sa structure financière.

¹⁹ MODIGLIANI Franco, MILLER Merton, « Ibid », p 268, 1958.

²⁰ ALBOY Michel, « financement et coût du capital des entreprises », EYROLLES, pp 9-15 1994.

Si la Proposition I ne se vérifiait pas c'est-à-dire la valeur de la société devient supérieur à la capitalisation des flux futurs au taux r_k l'arbitrage aura lieu²¹, Un investisseur pourrait acheter ou vendre des actions et/ou des obligations qui sont des produits de remplacement parfait. Cela va empêcher l'anomalie entre les valeurs marchandes des sociétés²².

1.5 L'arbitrage ... une opération de défaire le levier financier²³ :

On a deux sociétés qui possède le même retour prévu X . La société 1 est financée uniquement par des actions ordinaires, la société 2 est endettée²⁴

➤ La première possibilité : $V_2 > V_1$.

Considérer un investisseur tenant la valeur « s_2 » des parts de la société 2 qui représente une fraction α de toutes les actions « S_2 ». Le retour de ce portefeuille est : $Y_2 = \alpha (X - rD_2)$. L'investisseur va vendre αS_2 de parts de la société 2 et acquies à sa place une quantité $S_1 = \alpha (S_2 + D_2)$ d'action de la société 1. Donc l'investisseur a une quantité αS_2 , il va vendre cette quantité et emprunter sur son compte une quantité additionnelle αD_2 . Il va avoir Y_1 avec laquelle²⁵ :

²¹ L'arbitrage est une opération qui permet d'assurer l'égalité des prix à un même moment c'est l'opération de base qui permet de garantir l'efficacité des marchés, l'opération de vendre simultanément un produit et le remplaçant avec un produit de remplacement parfait (voir les annexes pour plus de détails).

²² MODIGLIANI Franco, MILLER Merton, « Ibid », p 269, 1958.

²³ Merton H. Miller, « The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years », The Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, No. 4. (Autumn), pp 103-106, 1988.

²⁴ VARIAN Hal, « Ibid », pp 6-7, 1988.

²⁵ DORMARD Serge, « Arbitrages et endettement de la firme: Une généralisation », Revue économique, Vol 26, No 4, pp 535-541, 1975.

$$Y_1 = \underbrace{\left[\frac{\alpha (S_2 + D_2)}{s_1} \right]}_{\text{La fraction du capital dans la société 1}} X - \underbrace{r \alpha D_2}_{\text{Les Intérêts des dettes}}$$

$$Y_1 = \alpha \frac{V_2}{V_1} X - r \alpha D_2 \quad \text{or} \quad Y_2 = \alpha X - r \alpha D_2.$$

Comparant Y_1 et Y_2 , si $V_2 > V_1$ -c'est la première possibilité-; Y_1 est supérieure à Y_2 , tous les investisseurs vont remarquer cela, ils vont vendre leurs parts de la société V_2 , s'endetter, ensuite acheter des parts de la société 1 pour avoir Y_1 qui est supérieur à Y_2 , et cela jusqu'à ce que la valeur V_2 redevienne équivalente à la valeur V_1 . Nous aurons ainsi $\frac{V_2}{V_1}$ qui sera égal à 1 et Y_1 redevient égale à $\alpha(1)X - r \alpha D_2$ et va ensuite égaliser Y_2 .

➤ **La deuxième possibilité : $V_1 > V_2$.**

L'investisseur a une part s_1 de la société 1, c'est une fraction αs_1 .

$$Y_1 = \frac{s_1}{s_1} X = \alpha X.$$

L'investisseur va changer le portefeuille de valeur s_1 , mais qui se compose de s_2 (actions), et d (obligations) de la société 2 :

$s_2 = \frac{S_2}{V_2} s_1$; $d = \frac{D_2}{V_2} s_1$; c'est-à-dire que s_1 est distribué entre dettes et actions de la société 2. Le retour d'action $\frac{s_2}{s_1} (X - rD_2)$; le retour des obligations est rd ²⁶.

$$Y_2 = \frac{s_2}{s_1} (X - rD_2) + rd = \frac{s_1}{V_2} (X - rD_2) + r \frac{D_2}{V_2} s_1 = \frac{s_1}{V_2} X = \alpha \frac{s_1}{V_2} X.$$

²⁶ DORMARD Serge, « Ibid », pp 540-541, 1975.

Comparant Y_2 à Y_1 ; si $V_2 < V_1$ (avec $S_1 = V_1$, puisque la société 1 est financée uniquement par action), Y_2 sera supérieur à Y_1 , les investisseurs vont réagir de la même façon. Ils vont vendre leurs parts de la société V_1 , ensuite acheter des parts de la société 2 pour avoir Y_2 qui est supérieur à Y_1 , jusqu'ou $V_2 = V_1$.

C'est une opération de défaire le levier financier, c'est cette possibilité d'arbitrage qui empêche la valeur des sociétés levée d'avoir une valeur supérieure par rapport aux sociétés non endettées.

1.6. La Proposition II²⁷ :

Quelle est le taux de rendement des actions ordinaires dans des sociétés endettées ; rappelons que p_k était le taux de rendement des actions ordinaires dans des sociétés non endettées, r est le taux de rendement des obligations.

$I_i = p_k + (p_k - r) \frac{D_i}{S_i}$. C'est le taux de rendement des actions ordinaires dans des sociétés endettées.

Parce que le taux de rendement prévu (le rapport $\frac{\text{revenu prévu}}{\text{actions}}$) $I_i = \frac{X_{ip} - r D_i}{S_i}$.

De la Proposition I, on a $\frac{X_{ip}}{p_k} = V_i = (S_i + D_i)$, donc $X_{ip} = p_k (S_i + D_i)$. Si on met à la

place de X_{ip} la formule équivalente « $p_k (S_i + D_i)$ » on va avoir :

$$I_i = \frac{p_k S_i + p_k D_i - r D_i}{S_i}$$

$$I_i = \frac{p_k S_i}{S_i} + \frac{(p_k - r) D_i}{S_i}$$

²⁷ MODIGLIANI Franco, MILLER Merton, « Ibid », p 271, 1958.

$$I_i = \underbrace{pk}_{\text{Rendement des actions dans des sociétés non endettées.}} + \underbrace{(pk - r) \frac{D_i}{S_i}}_{\text{Une prime liée au risque financier ou le levier financier } \frac{D_i}{S_i} .}$$

Rendement des actions dans des sociétés non endettées.	Une prime liée au risque financier ou le levier financier $\frac{D_i}{S_i}$.
--	---

D'après la proposition I le levier financier n'a pas d'effet sur la richesse des actionnaires. Selon la proposition II, le taux de rendement des actions ordinaires dans des sociétés endettées I_i s'accroît quant le ratio dettes/capitaux propres augmente. Pourquoi alors les actionnaires sont-ils indifférents à un effet de levier croissant ? M&M affirme que l'augmentation du risque et par conséquent du taux de rentabilité exigé par les actionnaires compense exactement tout accroissement de la rentabilité attendue ; Les actionnaires se déchargent d'une partie du risque qui est transmis aux créanciers dès que le montant de la dette devient important. Dans un marché parfait l'augmentation de la rentabilité prévue liée à l'effet de levier et l'augmentation du risque se compensent de sorte que le coût du capital qui est l'agrégat des deux sources reste identique²⁸

➤ Prise en compte de la fiscalité²⁹ :

Si $X_{ip \text{ net}}$ va remplacer X_{ip} , qui présente le revenu prévu des sociétés nettes d'impôts : $X_{ip \text{ net}} = \underbrace{(X_{ip} - rD_i)}_{\text{Revenu net des sociétés}} (1 - \tau) + rD_i$

²⁸ MODIGLIANI Franco, MILLER Merton, « Ibid », p 271, 1958.

²⁹ MODIGLIANI Franco, MILLER Merton, « Ibid », pp 272-273, 1958.

= revenu des actions nettes d'impôts + revenu des obligations

La Proposition I reste inchangé et devient : $pk_{\pi} = \frac{X_{ip \text{ net}}}{V_i}$.

La Proposition II : $I_i = \frac{(X_{ip} - rD_i)(1 - \pi)}{S_i} = pk_{\pi} + (pk_{\pi} - r) \frac{D_i}{S_i}$. La déductibilité de l'intérêt, gains d'impôts et son revenu qualifiée comme sûr, vont empêcher l'arbitragiste d'équilibrer les valeurs des sociétés de la même classe. Puisque les titres ne sont pas homogènes et leurs substitution ne peut se faire avec un facteur de balance, pk_{π} est le taux de capitalisation après impôt, et n'est plus le coût du capital.

M&M ont poursuivi leur analyse à se référer à pk_{π} comme coût du capital, bien que cette identification soit correcte seulement en absence d'impôts. Ils argumentent leurs choix par la volonté de garder la même terminologie et surtout que le but principal de l'article est la description du comportement du marché, alors que le problème actuel est liée à la politique d'investissement.

➤ **Prise en compte de la variation du taux d'intérêt et diversité des obligations³⁰ :**

Si r change, bien sur en $r = r \left(\frac{D}{S} \right)$, c'est-à-dire r tendra à augmenter avec le rapport dettes/actions.

La Proposition I est toujours correcte, le coût du capital est fixé avec l'augmentation de r . c'est vrai que le taux d'intérêt va accroître le coût de l'emprunt, mais le coût de toutes les sources de financement sera toujours fixe et indépendant du levier financier. En effet, le rendement des actions va diminuer puisque le résultat à distribuer est moindre, alors le coût des actions va être moindre ; Ce qui fait que l'augmentation des coût de financement des emprunts va être compensée par la

³⁰ MODIGLIANI Franco, MILLER Merton, « Ibid », pp 273, 1958.

réduction des coût de financement par action ; cela va garder un coût du capital inchangé et indépendant du ration dettes/action .

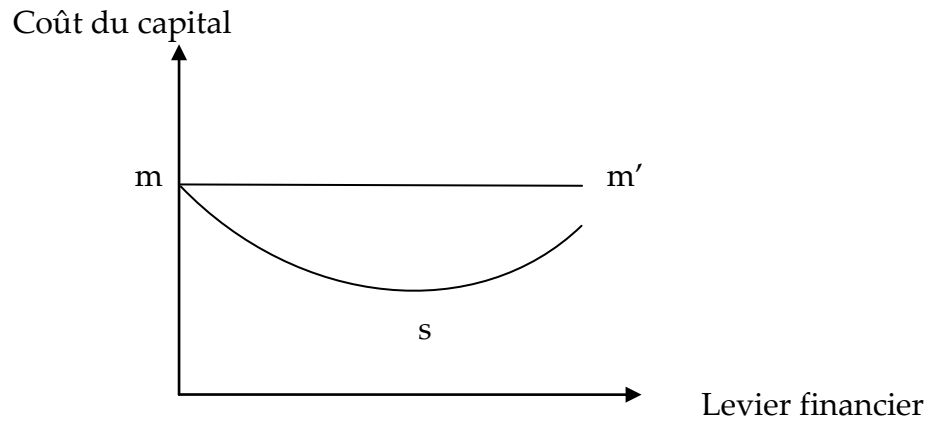
La proposition II qui concerne le rendement des actions. On a deux possibilité :
Si $r = r \left(\frac{D}{S} \right)$; comme nous l'avons expliqué I_i va chuter avec l'augmentation du ratio $\frac{D}{S}$. Si r est stable ; bien sur que I_i va augmenter d'une façon linéaire avec le ratio $\left(\frac{D}{S} \right)$.

Avec un taux constant d'intérêt le rendement des actions I_i serait linéaire (MM' de la figure 2). Lorsque $r = r \left(\frac{D}{S} \right)$ le rendement va prendre la forme (MD de la figure2), ce qui fait que le rendement des actions va diminuer avec l'augmentation continue du ratio $\left(\frac{D}{S} \right)$, le coût du capital reste constant, puisque cette diminution est compensé par l'augmentation de r (mm' de la figure 1)

➤ **Prise en compte les disfonctionnements des marchés :**

Seront étudiés ultérieurement dans les sections qui suivent, en commençant par la fiscalité, les coûts de faillites et la fiscalité au niveau des individus (chapitre 1), puis les coûts d'agence, asymétrie d'information et problèmes de contrôle au chapitre 2.

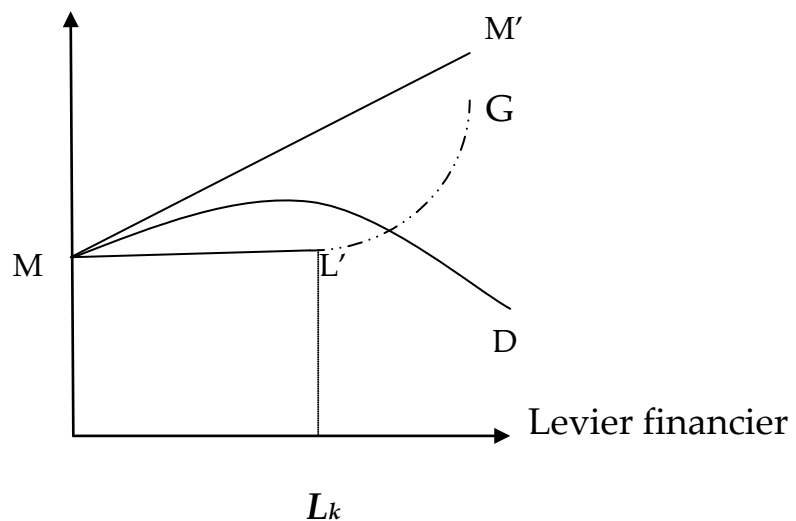
1.6. La prise en compte de la fiscalité, variation du taux d'intérêt et les disfonctionnements des marchés :

1.7. Proposition I, II et l'approche traditionnelle ... une révolution :**Figure 1 :** Coût du capital en fonction du levier.

La source: Modigliani Franco, Miller Merton, «The cost of capital corporation finance, and the theory of investment», American Economic Review 48, p 275.

Figure 2 : Rendement prévu des actions ordinaires en fonction du levier financier

Rendement prévu des actions ordinaires



La source: Modigliani Franco, Miller Merton, «The cost of capital corporation finance, and the theory of investment», American Economic Review 48, p 275.

L'approche traditionnelle affirme que le rendement des actions ordinaires (ML'). Sera légèrement affecté par des quantités de dettes dans la structure du capital jusqu'à un point (L_k) qui représente la quantité maximale de dette à supporter. Les

actionnaires vont exigés plus, (L'G). Cela implique que le coût du capital avant la quantité L_k diminue (l'endettement augmente la valeur du capital, grâce aux gains d'impôt l'endettement accroître le résultat et amoindrit le coût du capital) jusqu'au point L_k où le rendement des actions augmentera (à cause des exigences des actionnaires, car ils supportent à cette quantité de dette un risque élevé) ; A ce point, le coût du capital va augmenter (mst dans la figure 1). Ce point selon l'approche traditionnelle est la structure optimale du capital³¹.

➤ **Le rendement des actions :**

Si on met $I_k = \frac{(X_{ip\ net} - rD_i)}{S_i}$ donc $S_i = \frac{(X_{ip\ net} - rD_i)}{I_k}$. I_k est le taux de rendement des actions dans l'approche traditionnelle.

➤ **La valeur de la société :**

$$V_i = S_i + D_i = \underbrace{\frac{(X_{ip\ net} - rD_i)}{I_k}}_{S_i} + D_i.$$

$$V_i = \frac{X_{ip\ net}}{I_k} - \frac{rD_i}{I_k} + D_i.$$

$$V_i = \frac{X_{ip\ net}}{I_k} + \frac{I_k * D_i - rD_i}{I_k}.$$

$V_i = \frac{X_{ip\ net}}{I_k} + \frac{(I_k - r) D_i}{I_k}$. ← Dans l'approche traditionnelle, la valeur augmente avec le financement par dettes.

➤ **Le coût du capital :**

$$V_i = \frac{(X_{ip\ net} - rD_i)}{I_k} + D_i.$$

$$V_i - D_i = \frac{(X_{ip\ net} - rD_i)}{I_k}.$$

³¹ MODIGLIANI Franco, MILLER Merton, « Ibid », pp 275-279, 1958.

$$(V_i - D_i) I_k = (X_{ip\ net} - rD_i).$$

$$I_k V_i - I_k D_i = X_{ip\ net} - rD_i.$$

$$I_k V_i = I_k D_i + X_{ip\ net} - rD_i.$$

$$I_k V_i = X_{ip\ net} + (I_k - r) D_i$$

$$I_k = \frac{X_{ip\ net}}{V_i} + (I_k - r) \frac{D_i}{V_i}.$$

$\frac{X_{ip\ net}}{V_i} = I_k - (I_k - r) \frac{D_i}{V_i}$. Le coût du capital diminue avec l'augmentation du ratio $\frac{D_i}{V_i}$ jusqu'au point L_k ; la courbe du coût du capital serait on U.

$$\text{On a } \frac{(X_{ip\ net} - rD_i)}{S_i} = I_k.$$

$$\text{Si on met : } \frac{(X_{ip\ net} - rD_i)}{S_i} = I_k + \beta \frac{D}{S} + \alpha \left(\frac{D}{S}\right)^2 ; \text{ avec } \alpha > 0 ;$$

Mathématiquement il faut que coefficient de $\left(\frac{D}{S}\right)^2$ soit positif pour que la courbe du coût du capital soit on U.

$$(X_{ip\ net} - rD_i) = I_k S_i + \beta D_i + \alpha \frac{D^2}{S}$$

$$X_{ip\ net} = I_k S_i + \beta D_i + \alpha \frac{D^2}{S} + rD_i.$$

Ajouter et soustraire $I_k D_i$.

$$X_{ip\ net} = I_k S_i + \beta D_i + \alpha \frac{D^2}{S} + rD_i + I_k D_i - I_k D_i.$$

$$X_{ip\ net} = I_k (S_i + D_i) + (\beta + r - I_k) D_i + \alpha \frac{D^2}{S}. \text{ on divise sur } V_i.$$

$$\frac{X_{ip\ net}}{V_i} = \frac{I_k (S_i + D_i)}{V_i} + (\beta + r - I_k) \frac{D_i}{V_i} + \frac{\alpha \frac{D^2}{S}}{\frac{S V_i}{V_i + V_i}}$$

$$\frac{X_{ip\ net}}{V_i} = I_k + (\beta + r - I_k) \frac{D_i}{V_i} + \frac{\alpha \left(\frac{D}{V}\right)^2}{\frac{S}{V_i}} ; \text{ il faut que } \frac{\alpha}{S} \text{ soit positive pour que la}$$

courbe soit on U.

$$\frac{\alpha}{\frac{S}{V_i}} = \frac{\alpha}{\frac{V_i - D}{V_i}} = \frac{\alpha}{1 - \frac{D}{V_i}}; 1 > \frac{D}{V_i} \text{ donc } \frac{\alpha}{1 - \frac{D}{V_i}} > 0.$$

La vision traditionnelle souffre de plusieurs anomalies ; d'abord, quelle est cette quantité de dettes ajoutée qui n'affecte pas le risque encouru par les actionnaires ? Encore la subjectivité dans le point où les investisseurs n'aperçoivent pas le risque ajouté de la même façon. Une vision descriptive ; puisqu'elle résume ce qui se passe dans le marché sans le prouver, comme par exemple ; quelle est exactement cette quantité L_k ?

Par contre, les propositions I et II ne dépendent pas des préférences de risque, ni la façon dont les investisseurs apprécient le risque ajouté. Elles se fondent seulement sur le fait qu'un produit donné ne peut pas être vendu qu'à un seul prix sur le marché ou comme M&M aiment le dire :

« Un fermier de laiterie ne peut pas en général gagner plus pour un lait qu'il produit ; on écrème une partie de la matière grasse et vendant séparément ; quoique la matière grasse est vendue plus chère que le lait, cette avantage est perdu en vendons a bas prix le lait aminci »

1.8. La proposition III³² :

Il n'existe aucune raison pour préférer un financement à un autre, face à un investissement, toutes les sources de financement ont le même coût : le taux de rentabilité exigée sur l'investissement compte tenu du risque propre de cet investissement. Il en résulte qu'il est impossible de lier le financement à l'investissement.

Un financement par action, obligation ou autofinancement ne rattrapera jamais un mauvais investissement. Le critère capital de choix d'investissement en matière de création de valeur c'est P' , le rendement sur l'investissement qui doit être plus grand que le coût du capital.

➤ Financement par les obligations :

Si $V_0 = \frac{Xp_0}{pk}$; la valeur initiale selon la Proposition I ;

$S_0 = V_0 - D_0$; c'est la valeur des actions (puisque $V_0 = S_0 + D_0$).

La société va emprunter une unité d'argent « 1 » pour financer l'investissement ; il rapporte P' .

$$V_1 = \frac{Xp_0 + P' * 1}{pk} = V_0 + \frac{P' * 1}{pk}.$$

$$S_1 = V_1 - \underbrace{(D_0 + 1)}_{\substack{\text{Puisque la source de financement} \\ \text{utilisé est l'emprunt obligataire}}} = V_0 + \frac{P' * 1}{pk} - D_0 - 1$$

$S_1 = S_0 + \frac{P' * 1}{pk} - 1$. Donc pour que $S_1 > S_0$ il faut que $P' > pk$ (Si $\frac{P'}{pk} > 1$

alors $\frac{P' * 1}{pk} - 1$ est positive ce qui fait que $S_1 = S_0 +$ quantité positive,

³² MODIGLIANI Franco, MILLER Merton, « Ibid », p 288, 1958.

En conséquence la valeur de S_1 est supérieure à la valeur de S_0 seulement ($P' > pk$).

➤ **Le financement par actions :**

P_0 le prix de marché des actions, N le nombre initial d'actions.

$P_0 = \frac{S_0}{N}$ c'est le prix d'une action. Si le financement était en actions « une unité d'argent 1 » le nombre d'actions augmentera, la quantité deviendra M . $M = \frac{1}{P_0}$ (on peut dire que $M * P_0 = 1$).

$S_1 = \frac{Xp_0 + P' * 1}{pk} - D_0$; c'est la valeur marchande des parts.

$S_1 = \frac{Xp_0}{pk} - \frac{P' * 1}{pk} - D_0$ ($\frac{Xp_0}{pk} - D_0 = V - D_0 = S_0$)

$S_1 = S_0 - \frac{P' * 1}{pk}$ (on a $P_0 = \frac{S_0}{N}$ ce qui fait que $S_0 = N P_0$).

$S_1 = N P_0 + \frac{P' * 1}{pk}$.

On a $P_1 = \frac{S_1}{N + M} = \frac{1}{N + M} [N P_0 + \frac{P' * 1}{pk}]$.

Si on ajoute $+MP_0 - 1$, (puisque $MP_0 = 1$ donc $MP_0 - 1 = 0$).

$P_1 = \frac{1}{N + M} [(N + M) P_0 + \frac{P' - pk}{pk}]$.

$P_1 = P_0 + \frac{1}{N + M} * \frac{P' - pk}{pk}$. Donc on a $P_1 = P_0 +$ une quantité. $P_1 > P_0$

si seulement cette quantité est positive. Or la quantité est positive lorsque $P' > pk$. Le financement par action ne compte plus, ce qui compte c'est le rendement d'investissement P' qui doit excéder le coût pk .

➤ **L'autofinancement :**

On suppose que la quantité d'une unité d'argent « 1 » des excédants non distribués, étaient partagés sous forme de dividendes aux actionnaires ; leurs richesses W_0 .

$$W_0 = S_0 + 1 = V_0 - D_0 + 1 = \frac{Xp_0}{pk} - D_0 + 1.$$

Si la quantité 1 d'argent est réinvestie par l'entreprise, cet investissement va apporter P' .

$$W_1 = S_1 = \frac{Xp_0 + P' * 1}{pk} - D_0.$$

$$W_1 = S_0 + \frac{P' * 1}{pk} \text{ contre } W_0 = S_0 + 1. \text{ Pour que } W_1 > W_0 \text{ il faut que}$$

P' soit supérieure a pk .

2. Modigliani et Miller (1963) :

L'une des hypothèses la plus critiquée dans l'article de M&M (1958), c'est l'absence d'impôt dans l'analyse. Cette hypothèse n'est pas réaliste. Depuis les sociétés primitives et à travers l'histoire des entreprises, chaque pays dans le monde impose les revenus³³. Or les pays ont choisi de ne pas imposer les intérêts provenant des dettes, En d'autre terme, avec l'augmentation du ratio dette/action les sociétés endettées payent moins d'impôt³⁴, cela à créer un avantage à la dette par rapport aux autres sources de financements.

Modigliani & Miller en publiant en 1963, « Impôt sur le revenu des sociétés et le coût du capital : une correction » confirment que la valeur de la société endettée est équivalente à la valeur de la société non endettée augmentée de la valeur présente des revenus d'impôts fournis par la déductibilité de la dette³⁵. M&M ont qualifié la simplification du rôle de l'impôt dans les décisions financières comme une erreur³⁶. La prise en compte de l'impôt dans des sociétés ayant des ratios de dette différents donne des distributions de revenu après impôt divergents et surtout non proportionnelle. Ce qui empêche l'arbitrage de rééquilibrer les valeurs. L'article de M&M va aller plus loin. Il met la valeur de la firme en fonction non seulement des revenus prévus, mais aussi en fonction du levier financier et du taux d'imposition.

³³ SAUVAGEOT Georges, LEVEAU Pierre-Alban, « la fiscalité », NATHAN, pp 12-25, 2008.

³⁴ QUIRY Pascal, LE FUR Yann, « Pierre Vernimmen Finance d'Entreprise », Dalloz, p 674, 2002.

³⁵ Le concept de fiscalité est très large et inclue différents types d'imposition : Impôt sur les bénéfices, la TVA, les droits de mutations, les taxes locales et les cotisations sociales. Dans le cadre de ce travail de recherche, nous nous limitons à intégrer uniquement l'impôt sur les bénéfices (imposition directe sur les sociétés, l'imposition personnelle correspond à l'imposition des dividendes perçus, l'imposition des plus values -gain en capital- et l'imposition des revenus des intérêts pour les individus.

³⁶ MODIGLIANI Franco; MILLER Merton, «Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction», the American Economic Review, 53(3), p 434, 1963.

Si X présente le revenu avant impôt et intérêt, X_p est la valeur prévue de X , R représente l'ensemble des intérêts et pour simplifier les données, on va prendre les résultats de bénéfices Z comme variable aléatoire, le taux $Z = \frac{X}{X_p}$ c'est-à-dire :

$$X = X_p Z.$$

Le revenu après impôt $X_{net} = (1 - \pi)(X - R) + R$

$$X_{net} = (1 - \pi)X + \pi R$$

De cette équation on va tirer le revenu prévu après impôt $X_{p net}$

$$X_{p net} = (1 - \pi) X_p + \pi R.$$

$$(X_{p net} - \pi R) = (1 - \pi) X_p.$$

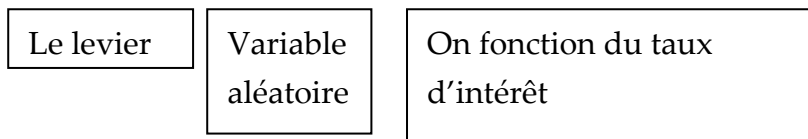
Revenant à X_{net} qui sont : $(1 - \pi)X + \pi R$

$$X_{net} = (1 - \pi) X_p Z + \pi R \text{ (puisque } X = X_p Z)$$

Si on remplace $(1 - \pi) X_p$ par $(X_{p net} - \pi R)$:

$$X_{net} = (X_{p net} - \pi R) Z + \pi R.$$

$$X_{net} = X_{p net} \left(1 - \frac{\pi R}{X_{p net}}\right) Z + \pi R.$$



La moyenne des flux après impôt $X_{net} = (1 - \pi) X_p Z + \pi R$ apparait comme la somme de :

- Flux incertain $(1 - \pi) X_p Z$

➤ Flux sûr πR ³⁷

Cela signifie que la valeur de marché d'équilibre est donnée par la capitalisation des flux incertains « P » et la capitalisation des flux sûr « r » aux taux appropriés.

$$P = \frac{(1 - \pi) X_p}{V_u} \quad \text{c'est le ratio } \frac{\text{retour prévu après impôt}}{\text{valeur}}, \text{ ce qui donne :}$$

$$V_u = \frac{(1 - \pi) X_p}{P} \quad \text{c'est la valeur des sociétés non endettées.}$$

$$r = \frac{R}{D} \quad \text{ce qui donne : } D = \frac{R}{r}.$$

2.1. La Proposition I corrigée :

Si V_1 représente la valeur des sociétés endettées:

$$V_1 = \underbrace{\frac{(1 - \pi) X_p}{P}}_{\substack{\text{Capitalisation des} \\ \text{flux incertain au} \\ \text{taux } P, \text{ c'est } V_u.}} + \underbrace{\frac{\pi R}{r}}_{\substack{\text{Capitalisation} \\ \text{des flux sûr au} \\ \text{taux } r, \text{ c'est } D_1}}$$

$$V_1 = V_u + \pi D_1.$$

On note qu'il existe une relation positive entre la valeur « V_1 » et le gain d'impôt « πD_1 », ce qui signifie que, plus on s'endette, plus on a de valeur. Ainsi un autre avantage, c'est le caractère certain des flux, donc moins de risque.

2.2. Le coût du capital corrigé :

$$V = \frac{(1 - \pi) X_p}{P} + \pi D.$$

³⁷ MODIGLIANI Franco; MILLER Merton, «Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction», the American Economic Review, 53(3), p 434-235, 1963.

$$V = \frac{X_p}{P} + \pi \frac{P - r}{P} D.$$

Donc $\frac{X_p \text{ net}}{V} = P - \pi (P - r) \frac{D}{V}$ Le coût du capital va diminuer avec l'augmentation de la dette. Noter que l'article de 1958 confirme que :

$$\frac{X_p \text{ net}}{V} = P - \pi (P - r) \frac{D}{V} \ll \text{On cas ou } \pi = 0 \text{ un monde sans impôts } \gg.$$

3. L'apport du Modèle :

La fameuse proposition I de M&M énonce qu'aucune combinaison n'est meilleure qu'une autre, que la valeur du marché de la société est indépendante de la structure du capital. Une société qui emprunte, offre effectivement une multitude de choix de titre mais les investisseurs ne s'intéressent pas. Toute modification de la structure du capital peut être produite ou annulée par les investisseurs, pourquoi paieraient-ils un supplément pour emprunter indirectement quand ils peuvent emprunter tout aussi facilement par leurs propres moyens ?

M&M (op. cité) reconnaissent que l'emprunt accroît le taux de rentabilité attendu, mais il augmente aussi le risque des actions de la société. M&M montre que l'accroissement de la rentabilité attendue compense parfaitement l'augmentation du risque et laisse ainsi les actionnaires indifférents.

M&M affirment que le coût du capital est identique quelle que soit la combinaison des titres émis.

On note que les preuves formelles dépendent des conditions bien déterminées ; bref ce sont les conditions selon lesquelles la théorie de M&M est valable. Une structure du capital est meilleure qu'une autre, que lorsque le financier tire profit de l'absence de ces conditions ; c'est-à-dire en présence des imperfections de marché (fiscalité, coûts de faillite, coûts de transaction, problèmes d'agence ...).

Section 2 : la Trade Off ou la théorie du Compromis :

Après l'introduction de la fiscalité par M&M dans la théorie de la structure du capital, un avantage pour la dette a été créé. La fonction objective des sociétés est linéaire jusqu'à 100 % d'emprunt. Le problème, c'est que dans la réalité, les entreprises ne s'endettent pas à 100%, pour éviter ce résultat extrême, un coût de dette est nécessaire pour contrebalancer les gains. Il s'agit des coûts de faillites dans la théorie du compromis ou « Trade Off ».

La théorie affirme qu'un décideur évalue les divers coûts et avantages des plans alternatifs de levier. La structure optimale du capital est obtenue lorsque les coûts marginaux et les avantages marginaux sont équilibrés. Contrairement à la théorie des marchés en équilibre, Beaucoup d'auteurs ont contribué en proposant une famille de théories du compromis³⁸, qui se relie dans les points fondamentaux suivants :

- Une augmentation de la dette fait croître la valeur des gains fiscaux, ensuite la valeur de la firme.
- Avec l'augmentation de la dette, différents coûts naissent, coût d'agence, perte de flexibilité, et surtout présentée sous forme de coûts de faillite.
- A un point donné les coûts de faillites contrebalancent les gains fiscaux, c'est la structure optimale du capital.

³⁸ Baxter (1967), Kim (1978), Litzenberger(1973), Robenstein(1973), Warner(1977)...

1. Les coûts de faillites :

Les coûts espérés de la faillite dépendent de deux variables :

- La probabilité de faillite qui augmente avec le taux d'endettement : c'est la probabilité que les flux dégagés par l'entreprise ne suffisent pas à couvrir le paiement des intérêts et le remboursement du capital³⁹.
- Les coûts de la faillite : La faillite peut être considérée comme une procédure légale qui permet le transfert de la propriété des actifs de la société aux créanciers. Si aux yeux des créanciers, les difficultés financières semblent temporaires, il n'y a pas lieu de forcer la société à liquider (vendre) ses actifs mais plutôt à considérer une réorganisation (faillite technique), mais c'est les frais implicites dans cette opération qui nous intéressent⁴⁰. Baxter (1967) décrit les coûts liés à une réorganisation comme étant les coûts indirects d'une faillite. Ainsi, la baisse des ventes liées à la méfiance des clients, quant à la perception néfaste face à la crédibilité de l'entité économique en faillite, le temps perdu par les gestionnaires de l'entreprise au processus de réorganisation, la hausse des coûts de production dû à la confusion dans laquelle se trouve l'entreprise et la difficulté d'obtenir une marge de crédit représentent des coûts indirects de faillite. Nous pourrions aussi inclure les coûts socio-économiques infligés à la société en général, les pertes en capital des créanciers et les coûts engagés par ces derniers pour se protéger.

Si une réorganisation s'avère impossible, la liquidation semble plus aisée. Un syndicat de faillite est nommé pour prendre possession de

³⁹ COMBIER J, « La défaillance d'entreprise, causes économiques, traitement judiciaire et impact financier », *Economica*, pp 41-59, 1997.

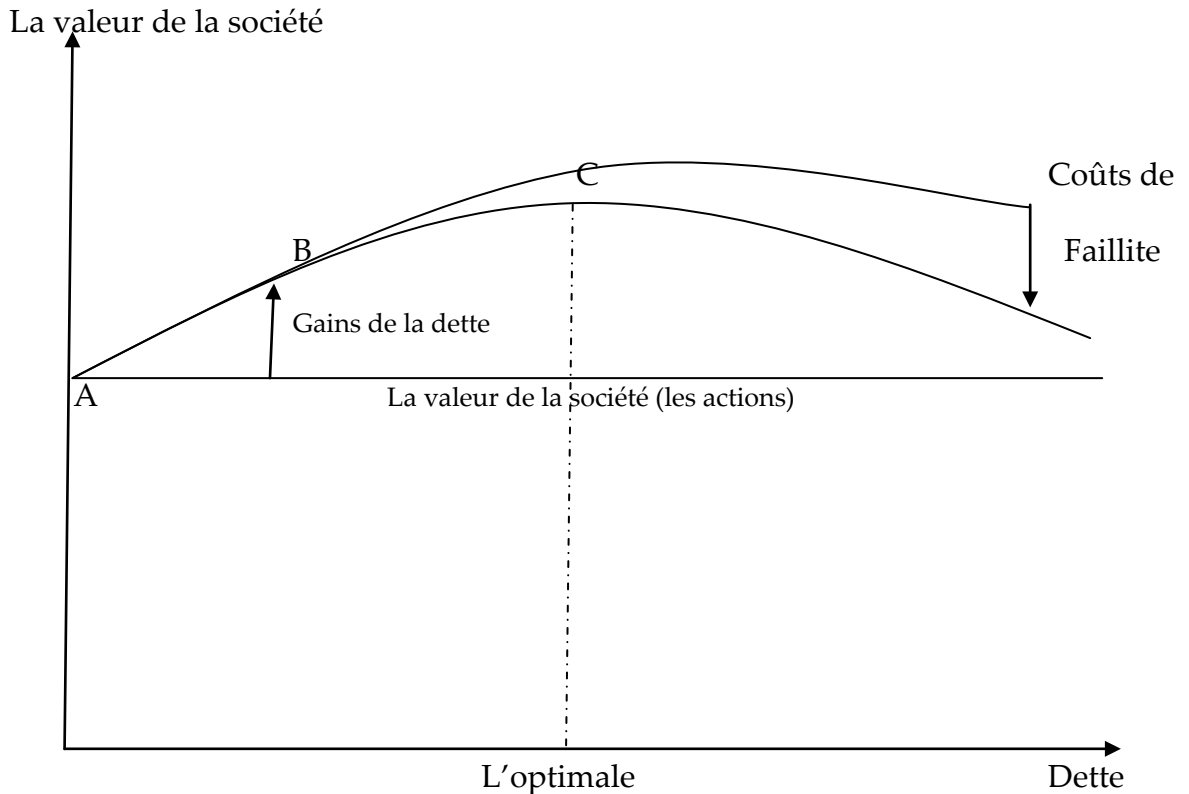
tous les actifs de la société et les revendre. Les coûts liés à la liquidation représentent les coûts directs de faillite. Ainsi, comme défini précédemment, en l'absence des coûts de faillite, la valeur de la société non endettée est égale à la somme de la valeur de la société endettée et de la valeur actuelle des économies fiscales liées à la dette. L'intégration des coûts de faillite dans cette logique conduit à réduire cette valeur. La structure optimale de la société résulte alors de l'arbitrage entre les incitations fiscales attachées à l'endettement financier et les coûts résultant d'une éventuelle liquidation.

**Valeur d'une société endettée = valeur d'une société non endettée + bénéfices fiscal
de la déductibilité des intérêts – coût de faillite.**

2. La structure optimale du capital :

Dans l'article de Myers (1984)⁴¹, la théorie du compromis est présentée sous forme du schéma suivant :

⁴¹ MYERS Stewart, «The capital structure puzzle», Journal of Finance 39, p 577, 1984.

Figure 3 : La théorie du compromis de la structure du capital.

La source : MYERS Stewart, «The capital structure puzzle», *Journal of Finance* 39, p 577, 1984.

La figure expose le processus d'un équilibre entre les avantages fiscaux et les coûts de faillite ; Quand la société non endettée emprunte, par conséquent il aura une augmentation de valeur grâce aux augmentations des gains d'impôts, cela commence à partir du point A ; pendant que la société emprunte de plus en plus ; à un niveau approprié de la dette par exemple un point B, la faillite devient possible, mais elle reste avec une probabilité insignifiante, donc la valeur présente des coût de faillite est petite, l'avantage fiscal domine . Au-delà du point C et puisque la probabilité des coûts de faillite augmente avec l'emprunt additionnel, les coûts de faillite commence à contrebalancer les avantages fiscaux ; la valeur de

la société va diminuer. La théorie du compromis affirme que les sociétés devraient s'endetter jusqu'à un point C, c'est la structure optimale du capital⁴².

3. La dynamique trade off ou le ratio cible d'endettement optimal :

La notion de ratio cible découle de la Trade Off, où le niveau optimal d'endettement est atteint lorsque l'économie marginale d'impôt attribuable à l'endettement se trouve annulée par l'augmentation correspondante des coûts potentiels de faillite, liés à la taille et au risque des sociétés. Les économies d'impôts sont liées à la fiscalité des sociétés. Les sociétés définissent effectivement un ratio cible, mais qu'elles peuvent temporairement s'en écarter en raison de déséquilibres ponctuels entre les sources et les besoins de financement⁴³, Dans un tel cadre, les sociétés qui se sont écartées de leur ratio cible, tentent ensuite de s'en rapprocher. Les sociétés dont l'endettement est supérieur au ratio cible seraient davantage amenées à émettre des fonds propres qu'à se financer par dette. En revanche, une société se trouvant sous son niveau d'endettement optimal aurait davantage tendance à combler ses besoins de fonds par de la dette. L'hypothèse qui découle de la Trade Off est la suivante : pour prendre leurs décisions annuelles de financement, les entreprises tiennent compte de l'écart qui existe en début d'année entre l'endettement de l'entreprise et le ratio cible, cela devrait donc influencer les choix de financement subséquents.

➤ La détermination du ratio cible :

Ce ratio optimal étant défini en fonction des caractéristiques propres à l'entreprise en déficit de financement ou estimé comme la moyenne observée sur une période.

⁴² MYERS Stewart, «The capital structure puzzle», Journal of Finance 39, p 577-579, 1984.

⁴³ FAKHFAKH Hamadi ; BEN ATITALLAH Rihab, «Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises Tunisiennes : Validation empirique de la théorie du Trade-Off », l'Unité de Recherche COFFIT, Université de Sfax, pp 7-9, 2004.

➤ **Processus de retour au ratio cible :**

Toutefois, les problèmes liés à l'imperfection du marché font que les sociétés ne convergent pas immédiatement et complètement vers un ratio cible. Dans un marché parfait, l'ajustement n'est influencé par aucun déterminant et se fait de façon instantanée et complète. C'est ainsi que certains travaux suggèrent l'introduction des coûts d'ajustement comme facteur explicatif du comportement financier⁴⁴. Ces derniers peuvent être des coûts de transaction occasionnés par une émission d'actions ou de lancement d'emprunt, des coûts de faillite associés à un endettement risqué ou des coûts d'agence-signalisation résultant de l'asymétrie informationnelle. Les coûts d'ajustement existent et produisent par conséquence, des délais d'ajustement vers le ratio optimal. Des coûts d'ajustement importants pourraient expliquer la grande variation observée des ratios d'endettement actuels, puisque les firmes sont obligées d'opérer loin de leurs ratios optimaux.

A partir des années 70, des travaux empiriques examinant la vitesse d'ajustement des ratios réels de dette vers le ratio cible sont apparus : Ang (1976), Jalilvand et Harris (1984) et Fischer, Heinkel et Zechner (1989). Les modèles d'ajustement dynamiques ont suscité l'attention de plusieurs travaux récents tels que Ozkan (2001), De Miguel et Pindado (2001) et Banerjee, Heshmati et Wihlborg (2000) qui prolongent cette approche, en modélisant simultanément le ratio cible et le coefficient d'ajustement.

Cette théorie de la structure du capital n'explique pas la différence entre les ratios de la dette, mais la différence entre les ratios optimaux entre société. L'utilisation de la dette observée représente un problème lorsque l'ajustement vers la structure du capital optimal est coûteux, du fait qu'en présence des coûts d'ajustement, les sociétés peuvent choisir de ne pas accéder aux ajustements, malgré le fait qu'elles considèrent que le ratio de dette n'est pas optimal.

⁴⁴ DROBETZ Wolfgang ; WANZENRIED Gruninger «What determines the speed of adjustment to the target capital structure? », Applied Financial Economics 16, 941-958, 2006.

Graham et Harvy (2001), affirment que lorsque le décideur financier choisi et vise un ratio cible d'endettement. Ils accordent une grande importance à l'obtention d'une marge de flexibilité, Néanmoins, en raison des changements aléatoires les sociétés dévient temporairement de leur structure du capital optimal ; et seulement d'une façon graduel ; les sociétés retournent vers le ratio optimal. Pour confirmer cela, les chercheurs ont compris que seul les investigations empiriques en adoptant des modèles dynamiques peuvent donner des résultats crédibles.

Fischer et Al (1989), étudient le rapport maximum et minimum de ratios de dette des sociétés dans un intervalle de temps et identifiant les caractéristiques des sociétés avec une grande variation de leurs structure du capital. Ils utilisent le ratio observé des dettes comme une mesure empirique du ratio cible. Leurs résultats sont confirmés avec le choix de la structure du capital ciblé, en présence des coûts d'ajustements dans une vision dynamique. Jaliluan et Harris (1984), affirme que le comportement financier des sociétés est caricaturé par un ajustement partiel de langue durée vers un ratio cible d'endettement. La vitesse d'ajustement est affectée par les caractéristiques des marchés. Cela peut expliquer les changements des ratios cible optimaux et de la vitesse d'ajustement entre les différentes sociétés. Récemment, Shyam Sunder et Myers (1999), et Fama et French (2002), utilise le ratio cible historique pour chaque société au cours d'une période d'un échantillon.

En utilisant des données des sociétés espagnoles, De Miguel et Pindado (2001) présente une nouvelle méthodologie pour capturer la dynamique de la structure du capital. Ils développent un modèle d'ajustement vers un ratio cible qui explique en terme de ces dettes de la période précédente et sont ratio cible d'endettement. L'autre critère est bien connu, c'est les caractéristiques d'une société comme la profitabilité croissance, tangibilité des actif un ajustement dynamique.

Banerjee et Al (2000), sont les premiers à faire une simulation des deux points (les facteurs d'ajustement ; ratio cible d'endettement). En utilisant des données des sociétés américaine et Anglaise, ils posent comme hypothèse que la vitesse

d'ajustement dépend de la différence par rapport au ratio cible, les opportunités de croissance et la taille des sociétés. Leurs résultats indiquent que les sociétés avec des opportunités importantes de croissance, ajustent d'une façon plus lente leur structure du capital vers un ratio cible d'endettement optimal. Et que les grandes sociétés ajustent leurs structures du capital d'une façon plus aisée.

L'intuition suggère que l'un des déterminants important du risque de faillite (et par conséquence la décision de financement), est la position de l'économie (croissance, récessions ... etc.). Il est donc aussi intéressant d'analyser l'impact de la macroéconomie comme facteur influençant la vitesse de l'ajustement vers un ratio cible d'endettement optimal. Récemment, Hackbarth et Al (2005), affirme que le cash flow des sociétés dépend de l'état de l'économie.

➤ **Les variables influençant le retour au ratio cible**

Graham et Harvey ont donné une idée sur la déviation du ratio cible d'endettement. Les ratios d'endettement actuels varient à travers les firmes et pendant une période de temps. Chaque variation peut être réalisée si l'intensité de la dette est mesurée par rapport à la valeur marchande de l'action. Les firmes ne maintiennent pas l'équilibre entre leurs dettes et les variations du prix de l'action. Donc, un nombre très limité de firmes suppose que la variation du prix de l'action affecte leur politique d'endettement. De même, Opler et Titmen (1998) concluent dans leurs études que les firmes recourent à l'émission des actions après l'augmentation du prix du titre. D'après eux, ceci est incohérent avec les firmes fixant une cible pour le ratio d'endettement puisque leur ratio varie loin d'une telle cible.

Fisher et al (1989) suppose une explication alternative concernant la variation des ratios d'endettement à travers le temps, même si la firme fixe une valeur cible. S'il existe des coûts de transaction pour l'émission ou la rétention de la dette, la firme retrouve son équilibre si et seulement si leur ratio d'endettement réalise des fluctuations faibles ou fortes pour s'ajuster vers la valeur cible. L'étude de Graham et Harvey (2001) affirme que les coûts de transaction sont importants lors de la prise de

décision concernant l'émission de la dette, en particulier entre les petites firmes. En fait, Titman et Wessels (1988) interprètent que les petites firmes utilisent relativement peu de dettes à cause des coûts de transaction qui découragent l'usage de la dette pour ce type de firme.

4. *L'apport du Modèle :*

La théorie du compromis reconnaît que le ratio d'endettement peut varier d'une société à l'autre ; Les sociétés qui disposent des immobilisations corporelles sûres et des revenus imposables répétés auxquelles, se soustrait les économies d'impôts devraient avoir des ratios d'endettement élevés. Les entreprises peu rentables et qui ont des actifs risqués de nature incorporels devrait se financer essentiellement par des capitaux propres. Les sociétés qui ont le cash flow généré par l'exploitation ne suffisant pas à couvrir le montant à payer devrait émettre des actions, réduire les dividendes ou vendre des actifs pour disposer de liquidité nécessaire au rétablissement de la structure du capital.

Section 3 : L'apport de Miller 1977 :

Miller (1977) était d'accord avec les tenants de l'approche Trade Off sur la présence des coûts de faillites attachée à l'utilisation de la dette. Il n'était pas d'accord dans le point où les coûts de faillites sont beaucoup moins importants par rapport aux gains d'impôts, donc il n'existe pas une possibilité de les comparer.

Toutes les recherches historiques (l'étude Baxter par exemple). Ont affirmé que les coûts de faillite sont parfois trop négligeables par rapport aux gains d'impôts réalisés par une politique d'endettement. Rappelons que les données sont analysées à postériori, tandis que les coûts prévus de faillite sont analysés lorsqu'on va prendre les décisions concernant la structure du capital. Ce qui amoindrit de plus en plus les possibilités et par conséquent les coûts de faillites.

Dans l'autre côté de la théorie du Trade Off, il existe aussi des lacunes. Cette théorie confronte l'avantage fiscal face au coût de faillite. Mais pourquoi la structure du capital observait dans les Etat Unis, montre qu'il existe des changements mineurs pondant une période de changement du taux d'impôts ? La structure du capital des années cinquante, ne diffère pas largement de celle des années vingt, dans un temps où les taux d'imposition avaient été multipliés par cinq.

Même l'avantage fiscal de la dette souffre de quelque problème. Si on prend en considération l'imposition des revenu des personnes, et on se référant à l'article de base de Miller(1977)⁴⁵, intégrant l'imposition personnelle sur les décisions financières de la société, la valeur d'une société endettée peut être supérieure, inférieure ou égale à celle d'une société non endettée ; Cela dépend de la relation entre les taux d'impôts sur les sociétés, les taux d'imposition des dividendes et la fiscalité des obligations.

Le modèle de Miller introduit trois catégories d'impôts. Impôt sur les sociétés, π_s , une taxe personnelle sur les revenus des actions $\pi_{\text{perso } A}$, et une taxe personnelle

⁴⁵ MILLER Merton, « Debt and taxes », Journal of Finance (32) 2, 1977.

frappant les revenus des obligataires $\pi_{\text{perso O}}$. Selon Miller les gains de l'endettement sont exprimés comme suite :

$$\text{Les gains de l'endettement} = \left(1 - \frac{(1 - \pi_s)(1 - \pi_{\text{perso A}})}{\pi_{\text{perso O}}}\right) D.$$

Il faut noter que lorsque tous les taux d'impôt sont nuls, le gain de l'endettement serait nul, c'est le résultat de l'article de M&M (1958). Lorsque les taux d'imposition des revenus des actionnaires et obligataires sont égaux, alors le gain de l'endettement est égal à πD , comme nous l'avons vu dans l'analyse de M&M (1963). Enfin lorsque l'imposition obligataire est supérieure à celle de l'actionnaire, l'avantage de l'endettement est réduit, annulé voire inversé par l'accroissement des intérêts versés aux obligataires.

Vu que les investisseurs sont rationnels, leur analyse va tenir en compte la taxation personnelle, par conséquent, les porteurs d'obligation exigent des taux d'intérêts sans risque plus élevés de telle sorte que le surcoût fiscal qu'ils subissent soit annulé. Il est réalisé quand l'économie d'impôt marginal des intérêts des dettes payés par les entreprises sont égaux au taux marginal d'impôt payé par les investisseurs sur le revenu des intérêts des dettes. En défaut, on va avoir d'un côté à l'équilibre la structure financière des sociétés maximise la valeur actuelle de l'économie d'impôt mais d'un autre côté au niveau individuel, il est impossible qu'une société maximise sa valeur par le levier d'endettement. Car à ce niveau là, le marché étant en équilibre, les sociétés peuvent donc avoir des structures de capital sans pourtant en tirer avantage pour les investisseurs⁴⁶.

L'avantage de la dette au niveau de la société disparaît complètement par l'effet conjoint d'une sur-taxation du revenu d'obligation au niveau personnel et des ajustements d'offre de titres de la part des sociétés.

⁴⁶ MILLER Merton, « Ibid », pp 272-273, 1977.

Conclusion :

Peut-on affirmer qu'il existe une structure du capital optimal, un partage entre dettes et capitaux propres qui permettent d'augmenter la valeur de l'actif économique en minimisant le coût du capital de l'entreprise ? C'est la question centrale de ce chapitre.

Les traditionnels sans pouvoir le démontrer ni fixer ce niveau optimal d'endettement, ont répondu par oui.

M&M en 1958 dans le cadre des marchés parfaits, ont démontré que si cela était vrai, Il aurait aussi tôt des arbitrages qui rétabliraient l'équilibre. Le choix de financement n'a aucun effet sur la valeur et sur le coût du capital. Que l'on finance une société par action, obligation, ou titre hybride, ce financement ne changera pas la valeur de la société.

Mais un monde sans impôt n'existe pas. En tenant compte de la fiscalité, M&M (1963), l'endettement se trouve privilégié. La structure optimale du capital est donc celle qui comportera le maximum de dette, la valeur de la société endettée est égale à la valeur de la même société non endettée plus la valeur actuelle des économies d'impôt due à la déductibilité des intérêts.

Les limites de ce raisonnement ont vite apparues ; d'abord, plus l'endettement croît plus la probabilité de faillite grandit. Ensuite, la prise en compte de la fiscalité individuelle de l'investisseur contrebalance l'avantage fiscal dont bénéficie la dette au niveau des sociétés. Donc il n'existe pas une structure optimale du capital. La valeur d'une société endettée peut être supérieure, inférieure ou égale à celle d'une société non endettée.

Mais si la structure du capital était sans importance, alors les ratios d'endettement devraient varier de manière aléatoire d'une société à une autre, or les

ratios d'endettement des entreprises européennes et américaines se coïncide. Les dirigeants des sociétés des deux continents ont suivi les même cours de finance d'entreprise. Peut être les explications de ces comportements reposent en partie sur les éléments que nous avons laissé de coté dans ce chapitre. Nous avons ignoré les conflits d'intérêts potentiels entre les financeurs de la société. Nous avons ignoré les problèmes d'informations qui favorisent les ressources internes ; bref nous avons traité la société comme une boîte noire. L'essai suivant va tenter de répondre à notre question en basant sur l'apport de la finance organisationnelle.

Section 1 : L'éclatement de la boîte noire :

Les théories contractuelles des organisations⁴⁷ s'occupent de la mise en place des formes, mécanismes ou systèmes organisationnels pour aboutir à l'efficacité⁴⁸. La théorie des droits de propriété, coût de transactions, ou de l'agence ont influencé toutes les approches traditionnelles notamment en Finance⁴⁹. Bien que la séparation entre ces différentes TCO est de moins en moins tranchée, on a évité ce débat au profit de la concentration sur le fait que la société est une organisation contenant des parties prenantes avec des objectifs pas nécessairement convergents⁵⁰.

En raison de divergence d'intérêts, la relation de coopération s'accompagne des conflits inducteurs des coûts qui réduisent les gains potentiels de la coopération. Les conflits d'intérêts portent nécessairement sur des droits de propriétés, et que toute coopération implique des transactions sur ces droits (droits décisionnels ; appropriation des gains) ; c'est les décisions régissant le processus de création/appropriation de la valeur.

L'idée est d'expliquer les phénomènes collectifs en supposant la rationalité des choix individuels. Ce qui nous ramène à croire qu'il existe plusieurs niveaux d'analyse, le niveau micro celui des individus et le niveau macro celui du système⁵¹. Il existe une incidence d'un système ou d'un phénomène sur le niveau micro c'est-à-

⁴⁷ Regroupent les théories des droits de propriété, des coûts de transaction et de l'agence ainsi la théorie des conventions (notamment ceux qui sont liés à la production et à l'utilisation de la connaissance et au rôle de la sélection). On pourrait y ajouter la théorie économique de la bureaucratie et certains courants de la science politique, la théorie des contrats incomplets évolutionniste des organisations.

⁴⁸ HIRIGOYEN Gérard ; CABY Jérôme, « La création de valeur pour l'entreprise », *Economica*, pp 22-25 1997.

⁴⁹ CHARREAUX Gérard, « La théorie positive de l'agence : positionnement et apport », *Revue d'Économie Industrielle*, n° 92, 2e trimestres, p 1, 2000

⁵⁰ CHARREAUX Gérard, « Le gouvernement des entreprises, théories et faits », *Economica*, pp 91-115, 1997.

⁵¹ MOURGUEUS Nathalie, *Théorie de l'agence : Ses applications financière et ses applications dans la théorie de l'entreprise*, presses universitaire, Institut d'Orléans de finance, pp 12-18, 1986.

dire l'individu (par exemple un ensemble d'informations). Cet individu va réagir avec des actions rationnelles (les individus cherchent à atteindre des objectifs et quand ces derniers sont connus, les actions entreprises seront celles que l'individu considère comme les plus efficaces pour atteindre cet objectif⁵², bien sûr l'action est rationnelle du point de vue de l'acteur). La combinaison des actions individuelles nous donne le résultat du système ou l'équilibre social où il n'y a aucun autre état du système qui permet d'accroître l'utilité d'un individu sans que simultanément, un autre individu ne voie son utilité décroître⁵³.

En admettant que l'organisation est comme un système permettant d'obtenir des résultats affectant le bien être de l'ensemble des parties prenante (ou de ce rapprocher de l'état d'équilibre optimum), en comprend que cet état d'équilibre correspond à la notion d'efficience.

La rationalité limitée, contrat incomplet, problèmes d'agence ... rompt la convergence entre l'équilibre obtenu et l'équilibre optimal. Les TCO se préoccupent de rétablir la convergence entre les deux concepts.

Donc, pour ouvrir la boîte noire d'abord il faut comprendre l'individu, son comportement, sa fonction d'utilité pour aboutir aux relations interindividuelles, et en fin l'agrégat de ces actions va nous ramener à un équilibre durable qui est le résultat d'un système de sélection.

1.1 La nature de l'homme : (L'individu)

⁵² COLEMAN J.S, « Foundations of Social Theory », Harvard University Press (1990).

⁵³ L'équilibre parétien

Jensen et Meckling ont proposé en 1994 un article qui s'intitule « the nature of man » ils proposent un modèle REMM⁵⁴ PAM. Ce modèle traite la compréhension du comportement humain. Quatre blocs constituent de ce modèle sont⁵⁵ :

- Les individus se préoccupent de tout ce qui est source d'utilité ou de désutilité avec des préférences transitives. PAM pour montrer que les agents ont des contraintes qui interviennent dans les paramètres qui déterminent le choix de l'action
- Les individus sont insatiables.
- Ils maximisent une fonction d'utilité sous contraintes (cognitives, informationnelles coût normes social...)
- Les individus sont créatifs et savent s'adapter.

1.2 Les relations interindividuelles : (comment le phénomène individuel explique l'équilibre)

La base des TCO est la relation conflictuelle entre les individus ou les relations interindividuelles notamment la notion première qui a donné son nom à la théorie de l'agence, le cadre principal-agent.

1.2.1 La représentation initiale de la relation interindividuelle :

Ross (1973) définit la relation d'agence⁵⁶ : « On dira qu'une relation d'agence est créée entre deux (ou plusieurs parties), lorsqu'une de ces deux parties désignée comme l'agent, agit soit de la part, soit comme représentant de l'autre, désigné comme le principal dans un domaine décisionnel particulier. ». Dans ce cadre initial, seul les

⁵⁴ JENSEN Michael .C, « Foundations of Organizational Strategy », Harvard University Press, 1998.

⁵⁵ JENSEN Michael ; Meckling William, « The nature of man », Journal of Applied Corporate Finance, V. 7, No. 2, 1994.

⁵⁶ ROSS Stephen, « The economic theory of agency: The principal's problems », American Economic Review, vol. 63, n° 2, pp 134-139, (1973)

intérêts de l'agent sont considérés. L'agent maximise l'utilité du principal après prise en compte de la rémunération de l'agent. Bien sûr le jeu d'utilité est présent ; l'utilité de l'agent qui dépend de l'action choisit via le mécanisme incitative et du coût de l'action soit supérieure à son niveau d'utilité de réservation et deuxièmement l'action choisie soit effectivement la meilleure pour le principal (une relation asymétrique et d'autorité). Ces contrats sont explicite ou implicite et surtout incomplets⁵⁷, C'est-à-dire ne prévoient pas tous les états du monde. C'est lié à l'incertitude, capacité cognitive limité et les coûts trop élevé d'établissement des contrats.

1.2.2 La relation d'agence de coopération :

Si les coûts d'agence apparaissent dans toutes les situations qui impliquent un effort de coopération par deux parties même s'il n'ya pas de relation d'agence bien définie. Un changement de la définition de la relation d'agence devient nécessaire pour élargir la relation principal-agent à une double relation d'agence⁵⁸, où aucune des deux parties n'est subordonnée à l'autre. Les deux parties définissent conjointement la tâche à accomplir. Le choix de l'action n'est plus dicté par la fonction objective du seul principal, mais sur les conditions de pérennité de la coopération (c'est-à-dire éviter l'effondrement de cette coopération).

1.2.3 L'ensemble des parties-prenantes ou le nœud de contrat⁵⁹ :

⁵⁷ GROSSMAN S.J, HART O.D, « An analysis of the principal-agent problem », *Econometrica*, pp 7-45, 1983.

⁵⁸ CHARREAUX Gérard, « Ibid », p 2, 2000.

⁵⁹ ROULEAU Linda, « Théorie des organisations : Approches classiques contemporaines et de l'avant-garde », Edition presses de l'université du Québec, pp 99-109, 2007.

Il existe dans l'organisation plusieurs relations dyadique entre les actionnaires et les dirigeants ; dirigeants et salariés ; actionnaires et créanciers ... ces relations dyadique ont un effet sur le bien être des autre parties prenantes ou d'autre agents.

L'explication de l'efficience passe par l'hypothèse quelle résulte lorsqu'on minimise l'ensemble des coûts conflictuels ou plus exactement, de façon à maximiser le bien être de l'ensemble des parties prenantes.

1.3L'efficience :

S'il existe un écart entre l'équilibre réalisé et l'équilibre idéal (l'équilibre de premier rang, lorsque tous les intérêts sont alignés, les coûts d'agence sont nuls⁶⁰) c'est parce que les conflits d'agence sont inévitables, on parle alors d'un équilibre de deuxième rang qui tient compte des coûts d'agence. Milgrom et Robert (1992) définit cet équilibre par « ...un contrat, une routine, un processus, une organisation ou un système son efficient s'il n'existe aucune alternative qui produise de façon régulière des résultats qui soit unanimement préféré. En particulier une organisation qui produit toujours des résultats efficient est elle-même efficiente ».

Donc les formes organisationnelles qui émergent d'un nœud de contrat constituées par des acteurs rationnels forment un équilibre de troisième degré. Un équilibre né par des accords organisationnels qui ont été négociés librement, intentionnellement et efficacement entre les différentes parties prenantes avec l'objectif de satisfaire au mieux leurs propres intérêts compte te nu des limites de leurs rationalité, contraintes institutionnelles, sociales, capacités cognitives ... L'équilibre du troisième degré permet de réduire les coûts d'agence et de s'appropriier les gains liés à la coopération⁶¹. Mais elle reste moins efficiente que les

⁶⁰ CHARREAUX Gérard, « Au-delà de l'approche juridico-financière : le rôle cognitif des actionnaires et ses conséquences sur l'analyse de la structure de propriété et de la gouvernance », Iae, Pôle d'économie et de gestion, 2002.

⁶¹ DELOBBE Nathalie ; HERRBACH et autre, « Comportement organisationnel », De Boeck, pp 54-55, 2005.

forme concurrente, ce qui fait que l'équilibre obtenu peut disparaître lorsque les parties prenantes prendrons conscience des forme concurrente supérieurs.

Les formes organisationnelles efficaces en ce sens s'imposent à cause de sa capacité de survie supérieure dans un milieu compétitif. Elle résulte de la sélection en attendant qu'une alternative réalisable permettant de produire un gain supplémentaire puisse être mise en œuvre⁶².

1.4 Structure du capital, équilibre organisationnel et l'efficience :

Si la relation entre les actionnaires et les dirigeants représente une relation d'agence entre un principal (actionnaire) et l'agent (dirigeant), voire une relation de coopération, selon laquelle le dirigeant loue son capital humain aux actionnaires, qui à leurs tours mettent leurs capitaux aux services des dirigeants⁶³. Les deux parties reçoivent une délégation décisionnelle pour accomplir une tâche. Les deux parties se situent dans une situation d'asymétries informationnelles, problème d'aléa moral et aversion au risque. Les TCO postule que les mécanismes organisationnels permettent de limiter les effets nocifs de ces problèmes en restant dans le cadre de l'efficience, en réduisant les coûts d'agence et en minimisant les coûts de transactions. Dans le choix de financement de l'entreprise résulte d'un compromis entre les actionnaires et les créanciers d'une façon qui permet la minimisation des coûts d'agence. Dans un deuxième temps, du fait de la concurrence organisationnelle, la nature de la relation va se transformer, si un système plus adapté est apparu. Les TCO étudie les relations d'agence entre actionnaire créanciers et dirigeants pour résoudre les problèmes de la structure du capital afin que la valeur du marché des titres des actionnaires maximise la richesse de tous les partis prenante.

⁶² GARETH Morgan, « Image de l'organisation », 2e Edition, Presses de l'université Laval, pp 57-61 1999.

⁶³ JENSEN Michael ; Meckling William, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », Journal of Applied Corporate Finance, V. 7, No. 2, pp 309-316, 1977.

Section 2 : L'apport de la théorie de l'agence :

A partir du travail principal de Jensen et Meckling (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownerscip Structure » le référentiel établi par Modigliani et Miller est remis en cause. On peut même prétendre qu'il

constitue un nouveau référentiel⁶⁴, (existence d'interaction entre investissement et financement, choix entre valeur actionnarial, intégration de la théorie des organisations). Pourtant bien avant Jensen et Meckling, Adam SMITH avait perçu le découplage des intérêts entre l'actionnaire et le gestionnaire⁶⁵. Dans les années trente, Berl et Means (1932) avancèrent l'hypothèse d'une perte de contrôle par les propriétaires au profit des managers⁶⁶. Alchian et Deumsetz (1972) formalisent la divergence d'objectifs entre managers et actionnaires.

Les dirigeants sont censés poursuivre des objectifs qui maximisent leurs propre utilité en détriment de celle des actionnaires (ou autre partie prenante)⁶⁷. Tel est le cas de la théorie de l'agence, qui s'est proposée de définir des mécanismes de contrôle et d'incitations permettant d'aléier les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, afin de réaliser l'efficience.

2.1 Les coûts d'agence :

Jensen et Meckling définissent le rapport d'agence comme un contrat par le quel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (L'agent) pour

⁶⁴ CHARREAUX Gérard, « Stratégie financière et théorie financière ».

⁶⁵ Les économistes ont mis du temps pour admettre que dans une société les parties prenantes n'ayant pas la même fonction d'utilité ont donc des intérêts divergents. Pourtant deux siècles plus tôt, Adam Smith avait écrit "...Les directeurs de ces sortes de compagnies, étant les régisseurs de l'argent d'autrui plutôt que de leur propre argent, on ne peut guère s'attendre qu'ils apportent cette vigilance exacte et soucieuse que les associés d'une société apportent souvent dans le maniement de leurs fonds...".

ADAM Smith, « Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations, Livre v, Du Revenu du Souverain ou de la République, p 45, 1776. L'auteur reconnaissait ainsi, sans la nommer, ce qu'on appellera plus tard la théorie de l'agence.

⁶⁶ Un siècle et demi plus tard, un avocat, Adolf Berle, avec un journaliste, GARDINER Means, sont revenus au thème de la propriété et le contrôle dans l'un des articles les plus cité en Finance : Berle, A. et G. Means. « The Modern Corporation and Private Property ». New York: McMillan. 1932.

⁶⁷ ALCHIANE Armen ; DEMSETZ Harold, « Production, Information Costs, and Economic Organization », American Economic Review, Vol 62, n° 5, 1972.

exécuter en son nom une tâche quelconque, qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent⁶⁸.

Le principal partage son droit de propriété où niveau des actifs dont il cède la tâche à l'agent. Le manager, en contre partie met son capital humain au service des actionnaires. Le problème réside dans l'impossibilité d'établir des contrats complets⁶⁹, c'est-à-dire la où on trouve tous les états du monde. L'ambiguïté s'installe dans la question suivante : comment inciter l'agent d'agir dans les meilleurs intérêts du principal, et comment contrôler les agents sous l'effet des incitations, et enfin comment minimiser la perte résiduel causé par ces relations d'agence ?

2.1.1 **Les coûts de surveillance :**

Afin de mesurer, observer et contrôler le comportement des agents, le principal va supporter des dépenses⁷⁰. Il existe plusieurs pratiques de surveillance (pratiques législatives, administratives, les rapports ...), mais ce qui nous intéresse, c'est qu'un tel système nécessite l'expertise, des coûts et surtout des nouvelles menaces concernant le système de commandes de la société. De ce fait le principal pèsera les coûts/bénéfices d'un tel système afin de minimiser d'une façon optimal les coûts de la coopération.

2.1.2 **Les coûts de justification :**

Du fait que le système de surveillance est installé, les agents sont susceptibles d'installer a leur tour des mécanismes coûteux, qui leur donnent un statut d'agir dans les meilleurs intérêts des actionnaires, sont de nature financière,

⁶⁸ JENSEN Michael ; Meckling William, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », Journal of Applied Corporate Finance, V. 7, No. 2, p 308, 1977.

⁶⁹ FARES M ; SAUSSIÉ S, « Contrats Incomplets et Coûts de Transaction » Revue Française d'Economie, 2/3 janvier, pp 193-230, 2002.

⁷⁰ KHOURY Nabil, et MEDINA Ephraïm, « La structure du capital : une synthèse des orientations théoriques et empiriques de la dernière décennie », L'Actualité économique, vol. 61, n° 3, 1985, pp. 375-377.

informationnelles voire des choix d'investissements spécifiques, afin de prouver la qualité des décisions prises. Les coûts de surveillances et les coûts de justification seront équilibrés et cessent d'augmenter lorsque la réduction marginale de surveillance est égale à l'augmentation marginale des coûts de justification.

2.1.3 **Les coûts résiduels :**

Il s'agit de la perte de la valeur qui ne peut être éliminée, du fait du caractère sous optimal des agents, car à un seuil, le coût marginal de la surveillance excède son revenu marginal. Il subsiste un troisième type de coûts. Il s'agit des coûts résiduels. Lorsque le coût de surveillance excède le bénéfice que le principal peut en retirer, il cesse de contrôler, et l'agent se trouve en situation d'agir à son profit⁷¹.

2.1.4 **La synthèse :**

On appelle les coûts d'agence, la somme de ces trois coûts, leur existence revient à expliquer le profit marginal attendu par le principal. Ils peuvent être si faibles qu'ils n'acceptent pas d'être effectués.

Ces coûts d'agence qui semblent inévitables créent des conflits entre les contractants. Il existe une multitude de conflits potentiels. Ce pendant les chercheurs développent quatre voix problématiques. Il s'agit du risque moral, aversion au risque, opportunisme et sélection adverse. Ces quatre voix sont à leurs tours sous deux grands titres de relations d'agence. Le conflit entre actionnaires et managers et le conflit entre actionnaires et créanciers. Bien sûr il existe d'autres relations d'agence, mais le conflit entre ces trois parties prenantes sont riches d'enseignements et survolent la majorité des problèmes qui subsistent.

2.2.1 **Le risque moral :**

⁷¹ Voir les articles de : Jensen-Meckling (1976), Williamson (1988), Diamond (1989), Harris-Raviv (1990).

Le financement externe assure l'accumulation des capitaux d'une façon qui permet d'investir dans des méga projets. L'ouverture du capital est un atout pour la société moderne⁷². Mais l'utilisation de cette source implique l'apparition des conflits basés sur les intérêts entre les actionnaires externes et les managers. Ces derniers ont des bonnes raisons d'opter pour leur propre utilité au détriment de l'utilité des actionnaires externe. Le problème c'est que les actionnaires externes le savent bien, mais ils ont une asymétrie d'information comme résultat de l'incertitude du comportement futur des individus (agent, principal). Les deux parties sont jamais assurées que l'autre partie dans le contrat met tout en œuvre pour exécuter les termes du contrat et ne poursuivent pas leurs propres intérêts. Les deux parties vont augmenter le degré de surveillance et de justification et par conséquent des coûts supplémentaires vont s'ajouter. Les dirigeants cherchent par tous les moyens à accroître les avantages qu'ils tirent de leurs postes, n'hésitant pas à procéder à des diversifications hasardeuses pour accroître la taille d'une société ou encore à limiter l'initiative de leur subordonnés en centralisant toute les décisions importantes. Par exemple, les dirigeants peuvent choisir les investissements les plus adaptés à leurs qualifications d'une telle façon qu'ils augmentent le coût de remplacement d'un manager voir réclament un niveau plus élevé de rémunération (s'enraciner). Le risque moral peut être plus primordial dans les grandes sociétés selon Jensen (1993), ainsi la complexité des contrats grandit et rend plus difficile le contrôle et surtout plus coûteux. Jensen (1986) affirme que les disponibilités (résultats non distribuer) intense les difficultés engendrée par le risque moral (lorsque les dirigeants ont ces fonds à leur disposition)⁷³.

2.2.2 La sélection adverse :

⁷² TROMMETTER Michel, « Stratégies de croissance et gouvernement des entreprises », Xième Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique, juin 2001.

⁷³ JENSEN Michael, « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », The American Economic Review, vol. 76, n° 2, pp. 323-329. (1986).

Il existe un autre genre de conflit provoqué par l'utilisation du financement externe. C'est le résultat de la perception différente de la valeur d'une société sous l'asymétrie informationnelle. Les managers possèdent l'information sur les bénéfices prévus/opportunités d'investissements. Donc les propres intérêts de l'actionnaire sont en jeu dans le moment où ils les confient à l'agent. Dans ce cas, le principal devra élaborer un contrat qui n'amène pas l'agent à faire des choix contraintes à son propre intérêt.

2.2.3 **La perception du risque :**

IL existe diverses échelles de risque chez les actionnaires et les créanciers⁷⁴. La différence la plus cruciale c'est que leurs valeurs des revenus réagissent inversement à un changement de l'ampleur du risque d'un investissement. Le retour des actions est une fonction positive avec le risque encouru, par contre le retour des obligations est une fonction négative du risque⁷⁵. Cette nature de n'importe quel contrat de dette surgisse parce que les actionnaires capturent la majeure partie du gain d'un projet risqué, dans le cas où le projet est réussi. Quand aux créanciers, ils ont une rémunération fixe. Dans le cas où le projet échoue, les actionnaires ont une responsabilité limitée, par contre les créanciers vont tous perdre.

Toute variation à posteriori inattendue dans le risque encouru est un acte en faveur des actionnaires. Les créanciers le savent, ils vont agir en fonction de ces données en intégrant ces problèmes d'agence dans l'élaboration des contrats, des taux exigés et l'élaboration des systèmes de surveillance. En résultat, des coûts supplémentaires dans les deux cotés du contrat vont s'ajouter, et le gain potentiel d'une coopération est sûrement réduit.

⁷⁴ WIESER Philippe, BANGERTER Pascal, « Analyse du Risque en Matière de Choix d'Investissement », 6^e Conférence Francophone de Modélisation et Simulation, 2006.

⁷⁵ PORTRAIT Roland ; PONCET Patrice, « Finance de marché, Instruments de base, Produits dérivés, Portefeuilles et risque » Dalloz, 2^e édition, pp 235-250, 2009.

2.2.4 Opportunisme et aversion au risque :

Il est connu que la rémunération des dirigeants augmente d'une façon positive avec la taille d'une société. Cela peut ramener les dirigeants à s'occuper de la croissance de la taille plutôt que les futurs bénéfices à distribuer aux actionnaires. Là où les dirigeants préfèrent maintenir leurs revenus, les actionnaires toujours préfèrent des niveaux plus élevés de distribution. La taille de la société accorde le pouvoir, prestige, capacité de domination avec un niveau élevé de rémunération et un poste sûr.

2.3 La structure du capital comme un mode de résolution des conflits :

Il existe une première possibilité où les managers sont les propriétaires d'une société. Ils représentent l'actionnaire interne, et comme nous l'avons vu, cette forme organisationnelle n'a pas de coûts d'agence, puisqu'il n'existe pas une séparation entre propriété et gestion. A l'autre extrémité, ce sont des sociétés dont les managers sont les employés, ils ne détiennent aucune mise de fond, les coûts d'agence sont à l'extrême (contrôle, justification et coûts résiduels). Entre les deux cas, les managers peuvent avoir une fraction du capital⁷⁶.

Les coûts d'agence surgissent en raison des rapports entre les porteurs des actions externes, les managers (actionnaires interne), et les créanciers (ou les obligataires). Bien sûr chaque rapport peut être présenté comme principal/agent ; lorsque les managers représentent l'agent, les actionnaires et les créanciers sont censés être le principal. Lorsque l'agent choisit de ne pas maximiser la richesse du principal. Jensen et Meckling (op. cité) identifie deux types de conflits ; celui entre les actionnaires et les obligataires ; et celui entre les investisseurs et les managers. Le conflit entre les actionnaires et créanciers est dû au risque moral, il peut surgir parce qu'ils ont différents modes de revenus. Le contrat des capitaux propres externes ne

⁷⁶ JENSEN Michael ; Meckling William, « Ibid », pp 312-314, 1977.

fixe pas les taux des gains mais offre une marge sur le revenu de la société. Par contre les obligataires ont un revenu fixe, dans le cas où une société financée en s'endettant, les obligataires vont chercher un taux d'intérêt qui compense le risque qu'ils encourent. Ils vont chercher à comprendre l'ampleur du risque supporté dans les investissements à choisir. Bien sûr les actionnaires (interne ou externe) reçoivent la majorité des gains.

Le conflit entre managers et actionnaires surgissent lorsque les managers détiennent moins de 100 % des gains futurs. Ce qui fait qu'ils n'obtiennent pas le gain total de leur activité ou de leurs efforts, par contre ils supportent toute la responsabilité. Cela peut conduire les managers à exercer leurs tache d'une façon sous optimal, choisir les investissements qu'ils leurs intéressent, avoir des gains non pécuniaires, bref s'approprient les disponibilités de la société. Même s'il semble optimal aux investisseurs de liquider la société, les managers vont opter pour la continuité de l'exploitation. Donc un besoin intense de la surveillance.

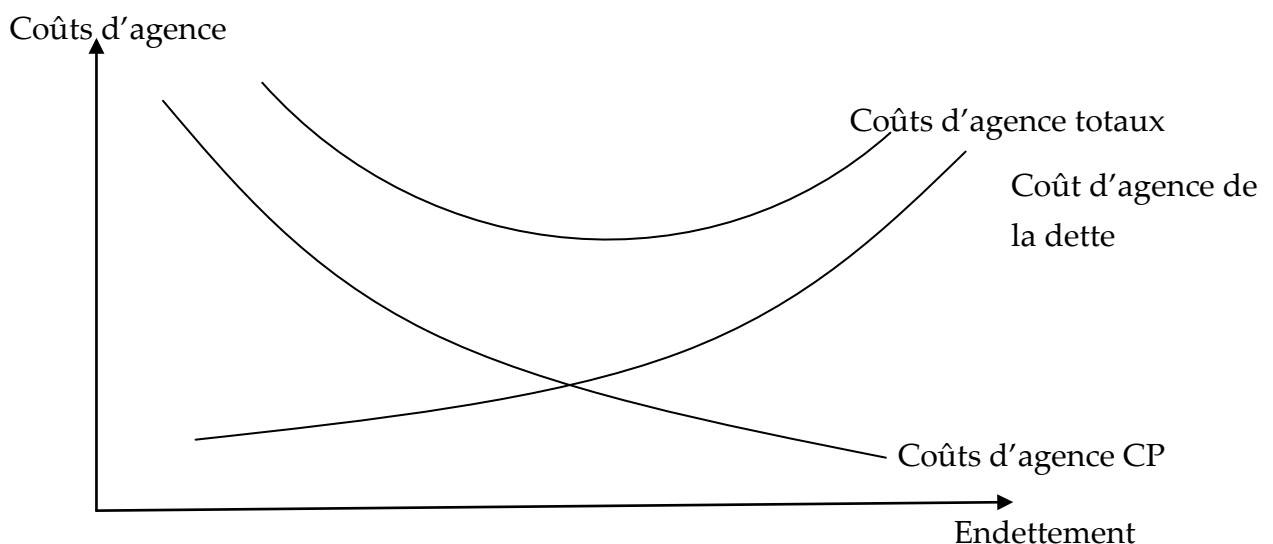
Jensen et Meckling ont proposé le financement externe comme mode de contrôle des managers pour minimiser l'ampleur des coûts d'agence. L'endettement deviens un mode de financement moins coûteux grâce aux gains d'impôt, mais de l'autre côté, il augmente le risque de faillite. Ce risque de faillite ne pose pas nécessairement un problème pour un investisseur qui tient un portefeuille diversifié. De ce fait l'investisseur va préférer des quantités significatives de dettes dans le capital de la société. Par contre, le manager (actionnaire interne) a de quoi s'inquiéter, puisque le jeu met une grande partie de sa richesse (poste, apports, réputation dans le marché du travail). Par conséquent, les porteurs des capitaux propres internes devraient être beaucoup plus sensibles au financement par l'emprunt. Ils cherchent toujours à réduire la quantité de dette même d'une façon sous optimale.

2.4 La synthèse :

Le débat est transféré d'une structure du capital à une structure de propriété, d'un ratio dette/capitaux propres aux relations de pouvoir, opportunisme et coopération entre actionnaire (interne/externe), managers et créanciers. En résumé trois choses dont il faut saisir la compréhension avant de présenter les différents apports dans la théorie de l'agence :

- Le financement externe implique des coûts d'agence, parce que la relation entre investisseurs et managers est affecté par le risque moral.
- Des formes différentes de financement externe implique des différentes forme de risque moral, et par conséquence différents types de coûts d'agence.
- La structure du capital optimal de la société est celle qui minimise la somme de tous les coûts d'agence.

Figure 4 : Les coûts d'agence et structure optimale du capital.



2.4.1 L'apport de Jensen et Meckling (1976) :

La structure du capital est celle qui minimise les coûts d'agence en obligeons et incitant les managers à participer au capital de la société d'une part et d'autre part par l'endettement ; du fait que les managers cherchent toujours la continuité de l'exploitation. L'endettement résout ce problème. En effet, un dirigeant qui émet de la dette a une incitation beaucoup plus forte au travail et à ne pas consommer sur place au détriment des actionnaires : il est astreint à une discipline plus stricte et doit, en particulier, faire face aux échéances imposées par le service de l'emprunt, tant au niveau de son remboursement en capital que du paiement de ses intérêts.

2.4.2 L'apport de Stulz :

Stulz évoque un équilibre entre une situation de sous-investissement et surinvestissement, du fait que le conflit d'intérêt entre actionnaires et managers provoque une situation de surinvestissement. Donc, réduire les disponibilités par la création d'une voie hors investissement, par exemple le remboursement de la dette qui réduit d'une façon significative les disponibilités (c'est-à-dire l'argent qui reste après avoir investi dans tous les projets rentable), et par conséquent, la dette. Mais cela peut ramener la société dans une situation de sous-investissement. Dans le modèle de Stulz la structure optimale du capital s'obtient par un arbitrage entre les avantages de la dette (éviter le surinvestissement), et les coûts de la dette (disponibilité limitée pour saisir une opportunité d'investissement).

2.4.3 Le Modèle de Jensen :

Jensen (1986), affirme que l'endettement réduit les disponibilités (le paiement des intérêts) où la marge de manœuvre financière qui présente un côté obscur si elle est trop importante. Elle peut encourager les managers à se laisser aller, à accroître leurs bénéfices avec l'argent destiné aux actionnaires. Donc la marge de manœuvre aggrave les coûts d'agence. Jensen souligne le problème de l'importance des liquidités. L'endettement peut être une solution, les intérêts à payer et les

remboursements des capitaux constituent des obligations contractuelles pour le dirigeant qui se trouve obligé d'assurer des liquidités. Le niveau optimal d'endettement selon Jensen serait là où on honore nos engagements, le reste est juste assez de liquidité pour financer tous les projets rentables disponibles.

2.4.4 **L'apport de Harris et Raviv :**

Selon Harris et Raviv, le conflit d'intérêt trouve son origine dans le cas où les actionnaires décident la liquidation de la société car les managers préféreront toujours la continuité de l'exploitation. L'endettement réduit ce conflit en donnant aux créanciers le droit de provoquer la liquidation si les flux de liquidités sont insuffisants pour faire face au remboursement. Cependant, ce contrôle attribué aux créanciers entraîne des coûts dans la mesure où cette opération de faillite exige des informations dont la production est coûteuse. Ils affirment que les sociétés, dont la valeur de liquidation est élevée (valeur importante des immobilisations corporelles), et les sociétés avec des coûts d'investigation faibles, auront tendance à avoir un niveau d'endettement plus élevé par rapport à des sociétés de même activité. Toujours selon les mêmes auteurs, les sociétés dont la valeur liquidative sont élevées, un ratio d'endettement élevé réduit l'incertitude quant à la prise de décision de liquidation, ce qui entraîne une diminution des frais d'investigation. De même, dans le cas où les coûts d'information sont faibles, les sociétés auront un levier financier élevé car l'avantage de la dette sera supérieur à son coût. Ces auteurs concluent que la structure optimale du capital est le résultat d'une combinaison judicieuse des avantages et des coûts d'agence associés à la dette.

Section 3 : Les problèmes d'informations et structure du capital :

Contrairement à la théorie de l'agence, le problème central de l'approche de Myers, Majluf, Ross et autres, n'est pas le conflit d'intérêt entre le dirigeant et l'actionnaire mais l'asymétrie informationnelle entre les deux. Il existe deux ensembles de recherche qui traitent de l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs potentiels. Celles débutées par Ross (1977) qui affirme que le choix de la structure du capital est un signal pour les « outsiders ». La seconde approche développée par Myers et Majluf (1984) postule que la stratégie de financement est utilisée pour réduire l'inefficience générée par l'asymétrie d'information.

3.1 Le rôle de l'information dans la décision de financement :

Dans un monde de l'incertitude, l'information est un élément essentiel pour évaluer les bénéfices prévus⁷⁷. L'évaluation des titres financiers est liée au cash flow futures. L'information est précieuse quand elle fournit des données sur ces futur flux. Au

⁷⁷ GOFFIN Robert, « Principe de finance moderne », Economica, 2e édition, pp 109-120, 1999.

niveau de la société, l'information est une ressource rare, les agents ont l'information de différentes sources et il n'existe aucune raison qui oblige l'agent à partager cette information avec les autres. La théorie financière moderne montre que le prix ne peut pas toujours refléter toute l'information qui existe dans le marché dans une situation d'asymétrie d'information⁷⁸. La nature asymétrique de l'information est un phénomène provoqué par la séparation de la propriété/gestion⁷⁹. Investisseurs externes ou internes, dirigeants, obligataires ou créanciers, chacun développent son propre ensemble d'informations notamment les dirigeants dont le rôle des propriétaires internes leur donnent la possibilité d'avoir l'information supplémentaire au sujet des opérations actuelles ou futures. Ils savent plus sur les risques et les futures valeurs de la société.

Les asymétries d'informations « ex ante » apparaissent lorsque l'investisseur trouve une difficulté à discriminer de manière efficiente les différentes sociétés qui demandent le financement d'un projet. Ces asymétries d'informations sont à l'origine des phénomènes de la sélection adverse.

Les asymétries d'informations apparaissent pendant le déroulement du contrat entre investisseur et société. Le dirigeant peut choisir parmi ses projets d'investissements un projet plus risqué, l'asymétrie d'information empêche les pourvoyeurs de capitaux de connaître avec exactitude la nature d'un projet. Ces problèmes sont qualifiés « d'aléa moral ».

Enfin, des asymétries d'informations peuvent se révéler ex poste, les financements externes de la société ne peuvent pas évaluer avec exactitude le taux de rendement d'un projet.

3.2 La théorie du signal et structure du capital :

⁷⁸ QUIRY Pascal, LE FUR Yann, « Pierre Vernimmen Finance d'Entreprise », Dalloz, pp 732-734, 2002.

⁷⁹ COESTIER Bénédicte, « Asymétrie de l'information, réputation et signes de qualité », CEPREMAP, PP 12-53, 1995.

Akerlof (1970) et Spence (1974), sont présentés par la littérature comme les pionniers de l'approche par la théorie des signaux. le premier s'intéresse au comportement des vendeurs et des acheteurs sur le marché des biens d'occasion des automobiles⁸⁰, le second expose la situation d'un employé sur le marché du travail cherchant à se faire embaucher à une rémunération supérieure à celle du marché et se par émission d'un signal relatif à ses diplômes⁸¹. La théorie des signaux n'a été appliquée à la théorie de la structure financière qu'en 1977 avec Ross, Myers, Leland et Pyel.

Le modèle indique qu'une bonne société peut se distinguer d'une mauvaise par l'envoi d'un signal à propos de la qualité de ses actifs dans le marché financier. Le signal sera crédible seulement si les mauvaises sociétés ne peuvent imiter les bonnes par l'envoi du même signal. Si le coût du signal est élevé pour une mauvaise société que pour la bonne, elle ne trouve pas un intérêt à imiter, et le signal est crédible. Ross (1977) montre comment la dette peut être employée comme un signal coûteux pour séparer les bonnes et mauvaises sociétés⁸². Sous l'asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les investisseurs, les signaux ont un rôle majeur dans l'obtention des ressources financières. Ross suppose que les dirigeants savent très bien la qualité des revenus prévues /investissement d'une société contrairement aux investisseurs. Le signal d'un ratio de dette plus élevée peut suggérer un futur optimiste. Les bonnes sociétés s'endettent plus que les mauvaises, de cette façon les bonnes sociétés vont être distinctes. Elles vont attirer les fonds d'un marché, tandis que la mauvaise société n'imitera pas la bonne pour éviter les découvertes. En s'endettant elle s'expose au risque de faillite puisqu'elle n'attend pas un futur optimiste. L'investisseur va observer, évaluer et choisir sur la base d'un

⁸⁰ AKERLOF G: « The Market of Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism », Quarterly Journal of Economics, 1970.

⁸¹ SPENCE, A. M. « Market Signalling : Information Transfer in Hiring and Related Processes. » Cambridge: Harvard University Press, 1974.

⁸² ROSS Stephen, « The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach », the Bell Journal of Economics, Vol. 8, No. 1. 1977.

signal contenant l'information qui réduit l'inefficience causée par l'asymétrie informationnelle.

En fixant un niveau critique de dette D^* toute société dont le niveau de dettes D dépassent D^* est perçu par l'investisseur comme un signal qui indique la bonne qualité de la société. Lorsque D est inférieur à D^* , la société est considérée comme mauvaise. Donc la structure du capital optimal tend vers un ratio cible de dettes D^* .

Leland et Pyle (1977) formulent un modèle dont lequel la bonne volonté des dirigeants d'investir avec leurs propres apports est prise comme un signal⁸³. Si les dirigeants s'engagent financièrement dans un projet, c'est un signal fort qui indique la qualité du projet. De ce fait la valeur et la qualité d'évaluation des investisseurs augmentent avec la part des dirigeants au capital. Si les dirigeants publient une grande quantité d'actions pour financer le projet, cela provoque la diminution de sa part en capital, les financeurs externes vont croire que les dirigeants attendent un futur pessimiste. Ils vont évaluer sur la base de ce signal, ce qui va induire la chute de la valeur de la société. Par contre, s'ils décident de publier moins d'actions, et maintenir le reste en s'engageant financièrement, les investisseurs vont conclure que la société fait face à de bonnes opportunités et la valeur des actions augmente.

3.3 **La synthèse :**

Les investisseurs se forgent une conviction de la valeur d'un actif à partir des informations fournis. Les informations sont susceptibles de modifier radicalement l'appréciation de la qualité d'un actif aux yeux des investisseurs. L'information à la disposition d'un investisseur, est par nature diverse, souvent complexe, parfois contradictoire ce qui fait que les dirigeants sont bien et mieux informés.

⁸³ LELAND H, PYLE D, « Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation » Journal of Finance, septembre n°4. 1977.

La théorie du signal repose sur l'hypothèse d'une asymétrie d'information entre les dirigeants et le marché. Pour que le marché valorise correctement leurs sociétés, les dirigeants sont obligés d'émettre des signaux. Mais pour qu'un signal soit efficace, il faut qu'il soit coûteux pour celui qui essaie de l'imiter.

3.2 Peking Order Theory ou la théorie du financement

hiérarchique :

La théorie de Peking Order (désormais POT), réclame qu'il n'y ait aucun rapport optimal de dette/capitaux propres bien défini, mais il existe une hiérarchie dans le financement à savoir ; une préférence pour le financement interne qu'externe, sauf en cas d'extrême nécessité, les sociétés s'endettent puis émettent des actions en dernier recours.

D'abord Donaldson (1961) affirme que les managers favorisent les fonds internes comme source de financement d'un nouveau projet à l'exception des situations dans le financement externe et inévitable⁸⁴. Myers et Majluf après 23 ans affirment cela et présentent un modèle basé sur l'asymétrie d'information⁸⁵. Ce modèle repose sur l'asymétrie d'informations entre les managers et les investisseurs potentiels concernant la valeur réelle d'une société. Le financement externe (dettes ou capitaux propres) sera toujours coûteux par rapport aux fonds internes (résultats non distribués). L'asymétrie d'information est entre les dirigeants très bien informés de la qualité des investissements/ revenus prévus, et les investisseurs potentiels moins informés. Myers et Majluf (op. cité) démontrent que toute nouvelle émission d'actions est très mal perçue par les investisseurs et pensent que les dirigeants du fait

⁸⁴ DONALDSON G, « Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity. », Boston: Division of Research, Harvard School of Business Administration, 1961.

⁸⁵ MYERS S. C, MAJLUF N, « Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have », Journal of Financial Economics 13, 1984.

de leurs statuts de «bien informer» de la qualité de la société, recourent aux émissions d'actions seulement si elles sont surévaluées, donc le modèle postule que les dirigeants en cas de difficulté de transfert d'une façon crédible aux actionnaires potentiels la qualité de la société, ils évitent les émissions d'actions, car ces financiers vont exiger une prime pour investir. Ce qui fait que le financement externe sera toujours coûteux par rapport au fond interne en présence d'asymétries informationnelles. Le problème est beaucoup plus complexe, en cas de rejet des projets à VAN positive. La société a renoncé à un projet faute de coûts élevés de financement par actions, les investisseurs potentiels les moins informés achètent les actions sous-évaluées et demandent une prime additionnelle. D'un côté ils vont consommer toute la VAN du nouveau projet, ils provoquent une perte sèche pour les actionnaires initiaux en achetant les actions à bas prix. Le modèle de Myers et Majluf postule que les dirigeants agissent pour les meilleurs intérêts des actionnaires initiaux, ils vont rejeter les projets même à VAN positive ce qui va provoquer une politique d'investissement sous optimale. L'endettement, surtout le moins risqué, donne l'opportunité aux sociétés pour réduire l'inefficacité causée par l'asymétrie informationnelle, comparée aux capitaux propres externes, la dette est probablement à un degré inférieur du phénomène de sous-évaluation, simplement parce que les contrats de dettes sont plus sûrs.

Myers et Majluf affirment que les dirigeants publient des actions seulement si la société est surévaluée, et s'endettent lorsque la société est sous-évaluée, et que les actions sont publiées quand le risque de faillite devient grand c'est-à-dire lorsque leur capacité d'endettement est épuisée.

La POT suggère que la société préfère toujours les ressources financières internes. Si les sociétés décident de se financer par les fonds externes à cause d'une politique de dividende généreuse ou d'une fluctuation imprévisible de la rentabilité des projets (se qui va minimiser le résultat non distribué), les sociétés vont choisir les

dettes comme l'issue la plus sûre et la moins coûteuse, et cela jusqu'à un cap, où la dette devient coûteuse et trop risquée, les actions vont être publiées en dernier ressort.

3.2.1 **La synthèse :**

La POT s'appuie sur cinq points essentiels :

- Les ressources internes sont les fonds préférés pour le financement des projets.
- La politique de dividende joue un rôle essentiel dans la POT du fait qu'elle affecte le résultat non distribué, ainsi les fluctuations de la rentabilité des investissements.
- Le surplus ou le déficit des fonds interne, causé par la politique de dividende et les fluctuations de la rentabilité des investissements jouent un rôle décisif dans le choix des sources de financements.
- Si la société enregistre un déficit des fonds internes, le financement externe est inévitable. La société émet des titres qui représentent un moins de risque aux yeux de l'investisseurs, en commençant par l'endettement, ensuite émission des titres hybrides et en dernier recourt en effectuant l'émission d'actions.
- Les coûts de transactions et l'impôt voire les coûts d'agence jouent un rôle décisif dans la théorie de POT. L'impôt, du fait que les émissions d'action vont accroître la quantité de dividende et augmentent son imposition, plus il ya de dividendes plus, l'effet de l'impôt se fait sentir. Donc la société essaie de limiter les émissions d'actions, la POT repose sur la flexibilité partielle de la politique de dividende pour donner une libre utilisation des résultats non distribué. Les coûts de transaction sont habituellement liés au financement

externe. Ils existent deux composantes essentielles. La compensation pour l'investisseur qui place son argent et les dépenses légales (comptabilité, couts d'impressions, honoraires, impôts et taxes d'enregistrement). La vision de Jensen et Meckling (op. cité) s'appuient sur le conflit entre les managers et les investisseurs confirment que les fonds externes sont couteux, puisqu'ils provoquent les coûts d'agence et par conséquent ils affirment la confiance et préférence pour les fonds internes comme une source de financement moins cher. Ainsi, l'utilisation de la dette induit des coûts d'agence, substitution d'actif ou sous investissement ce qui va réduire sa profitabilité voire sa valeur. Pour cela les sociétés à coûts d'agence trop élevés tendent vers la préférence des fonds internes comme postule la théorie du financement hiérarchique.

Section 4 : investigations empiriques, nouvelle voix et les nouvelles idées :

4.1 Les nouvelles idées :

Bien qu'étant aux origines de la finance d'entreprise moderne, plus un demi siècle de recherches sur le problème de la structure du capital, ces apports ne ressembler pas avoir épuisé le sujet. Des nouvelles idées et visions s'accumule et chacun apporte un éclairage tout à fait nouveau et intéressant.

4.1.1 Market Timing, ou la structure du capital comme un héritage :

Selon les travaux de Becker et Wurgler (2002) les sociétés émettent des actions lorsque les conditions des marchés sont favorables et les rachètent dans le cas contraire. La bonne valorisation sur le marché des sociétés font moins appel a l'endettement. La structure du capital est la résultante de la volonté successive de « timer » le marché⁸⁶. Les structures du capital est le résultat cumulatif des décisions de financement passées. Ces décisions de financement dépendent fortement de l'évaluation passée du marché. Par conséquent, la structure du capital dépend fortement des évaluations du marché. Les évaluations passées sont mesurées par les ratios Market To Book (valeur des capitaux propres –montant comptable des capitaux propres). Wurgler et Baker affirment que la manière la plus utile de lire les évaluations passées d'un marché est le ratio Market To Book. Les investigations empiriques affirment qu'il n'existe pas une structure optimale du capital. Les

⁸⁶ BECKER M.P, WURGLER j, « Market timing and capital structure», Journal of Finance, vol. 57 n°1, 2002.

managers ne n'ont pas nécessairement besoin de changer leurs décisions dans une période où la société est correctement évaluée donc ils assurent que les fluctuations dans les évaluations ont un effet permanent sur la structure du capital. Baker et Wurgler font le principal déterminant de la structure financière actuelle, compte tenu de l'aptitude très opportuniste des dirigeants qui ne fait d'ailleurs que correspondre à l'appétence des investisseurs, s'émettent des actions quand les cours sont hauts, s'endettent et rachètent des actions quand les cours sont bas.

4.1.2 **Contrôle et structure du capital :**

Du fait que les actionnaires ont des droits de vote, les théoriciens ont trouvé des relations entre la structure du capital et les prises de contrôle de la société. Les recherches ont abordé la façon dont la différence des droits de vote entre les actionnaires et les créanciers influencerait la structure du capital. Harris et Raviv sont les premiers chercheurs en 1988 qui avaient analysés ces effets. L'idée est simple, après une OPA la structure du capital change, et avec elle la distribution des droits de vote, change, ce qui implique la possibilité de perte de contrôle d'une partie prenante au profit d'une autre. Si on sait que les managers actionnaires ont des droits de vote, cela complique la situation, surtout en cas de manipulation de ce dernier (ou un rival, un potentiel dirigeant) pour accroître son pouvoir de contrôle (ou le perdre au profit d'un rival) même si le dirigeant a des compétences limitées (ainsi, il existe une certitude que l'investisseur sélectionne toujours en cas de choix du manager le meilleur pour le travail, le problème c'est que la décision revient à celui qui détient les droits de vote).

Dans le modèle de Harris et Raviv (1988), ils observent la relation entre la part des dirigeants actionnaires et le reste des actionnaires (c'est-à-dire les actions détenus par le non rival ou le dirigeant potentiel qui n'est pas forcément moins/plus compétent), ces auteurs affirment que, c'est la valeur de la société qui est liée aux actions et qui succèdent au contrôle, donc la relation part des dirigeants et la fraction

des actionnaires est très importante pour la valeur de la société. Si cette part du dirigeant, elle est fortement liée à la décision financière, donc la structure du capital par conséquent affecte la valeur de la société. Ce qui nous ramène à croire que la probabilité et le prix de changement ont une grande importance dans la vie de la société.

Si un manager tente de changer sa propre part en capital, il existe deux résultats : réussir ou échouer. On sait que le dirigeant actionnaire et le rival n'ont pas le même niveau de capacité managériale. Le futur de la société est lié au résultat de la concurrence entre les deux rivaux. Les trois possibilités sont :

- Le dirigeant réussit et augmente son pouvoir de contrôle.
- Le dirigeant rival ou potentiel prend la relève.
- Si l'un ou l'autre ne prend pas la décision, le reste des actionnaires va choisir toujours le meilleur pour le management de la société.

Donc la proportion du dirigeant actionnaire joue un rôle important dans le résultat précédent. Les dirigeants vont arbitrer pour décider leur proportion optimal de propriété entre : les gains financiers d'un changement réussit et le profit d'une perte des droits de control d'une société. Ce qui nous intéresse est que la part de la propriété du manager est indirectement déterminée par la structure du capital. Bref, le choix du dirigeant forme une théorie de la structure du capital.

4.1.3 **Stratégie et structure du capital :**

Le coût de faillite joue un rôle important dans la détermination de la structure du capital, mais si on essaie d'aller plus loin. Une faillite probable d'une société causée par un levée élevée peut intéresser autres parties, par exemple les concurrents de la société dans un marché, les clients / fournisseurs qui ont une relation durable de travail avec la société, les ouvriers qui fournissent leurs force de travail, même si le prix du produit dans un marché peut changer. Il existe une relation entre la

structure du capital et la structure d'un marché (concurrents, nouveaux entrants, fournisseurs, clients, travailleurs, gouvernements) ; du fait que les concurrents où les nouveaux entrants peuvent prévoir la politique des prix d'une société, la production ou même les décisions d'investissement pour répondre d'une façon optimal en observant et en analysant la politique financière d'une société. Les fournisseurs et clients préfèrent les contrats durables et stables, ils évaluent la probabilité de dénonciation de leurs contrats avec une société. La structure du capital joue un rôle instructif à ce propos. Les travailleurs favorisent aussi les contrats fiables qui dépendent des caractéristiques du marché de travail (les autres opportunités) et finalement même le gouvernement trouve une part dans le résultat de la société (l'impôt).

On est dans le domaine de la stratégie, où la concurrence du marché, les sociétés peuvent augmenter la valeur par le changement du comportement stratégique qui dépend de la structure du capital (et la structure de leurs rivaux). Les actionnaires et les créanciers ont un revenu exigé affecté par la stratégie de production de la société, les créanciers ont un revenu fixe, par contre les actionnaires recevront un profit résiduel. Ils vont préférer les projets a haut risque. Brander et Lewis (1986) montre que la dette augmente l'agressivité de la société, ce comportement est affecté par la probabilité de faillite. Brander et Lewis affirme que la structure du capital change les revenu prévus des actions. Ce qui influence le comportement de la société dans le marché des biens. La dette intensifie le comportement concurrentiel en raison d'un effet de responsabilité limitée ; en s'endettant les bons états du monde se trouve réduits. L'essai d'assurer un revenu pour honorer ces engagements augmente la variance des profits, Brander et Lewis montre que le résultat est l'équilibre de Nash du niveau de la production dans un model de duopole (Cournot) qui augmente avec le levier (proposition 1), Si la société augmente ces niveaux de dettes, elle augmente son rendement au détriment du rendement de son concurrent (la proposition 2). La proposition 1 et 2 nous ramène a

croire que le niveau plus élevé de dettes ramène la société à suivre une position agressive de rendement un effet stratégique de la dette. Les créanciers vont prendre en compte le fait que leur rendement est fixe, et l'effet stratégique de la dette compense l'effet négatif de la dette du prix pour des niveaux inférieurs de la dette. Par contre si le niveau d'endettement est élevé, le coût des conflits entre actionnaires et obligataires dépassent les avantages de l'effet stratégique de la dette.

4.1.4 **Dimension culturelle et structure du capital :**

Chui, Loyd et Kwok (2002) se sont concentrées sur le fait que la nationalité d'une société peut nous donner une idée à prévoir son niveau de levier financier. Ils trouvent que les différences institutionnelles ne représentent qu'une réponse partielle. Le travail suggère que la culture nationale affecte la structure du capital de la société. Sur 5591 Société à travers 22 pays, le résultat montre que les pays « conservateurs », tendent à avoir dans la structure du capital des sociétés un niveau faible d'endettement. Les effets sont forts et demeurent significatif même après l'intégration des différences dans les performances économiques, le système légal et institutions financières.

La complexité de comprendre cette pièce du « puzzle » de la structure du capital réside dans la difficulté à définir ces constructions. Si on définit la culture nationale, en se basant sur Hofstede et Bond (1988) comme : « La programmation collective de l'esprit qui distingue les membres d'une catégorie des gens de ceux des autres, la culture se compose de certaines valeurs, lesquelles forment une perception du monde ».

La recherche est basée sur une classification des cultures nationales en six valeurs faites par Schwartz (1994). Schwartz identifie les six types de valeurs suivants :

- Conservateurs : intérêts des individus et celui du groupe (sécurité, conformité et tradition).
- Autonomie intellectuelle : La société regarde l'individu comme une entité autonome poursuivant ces propres intérêts.
- La hiérarchie : la hiérarchie a la légitimité de l'attribution. Elle a un rôle dans l'allocation des ressources.
- Maîtrise et affirmation de soi : c'est l'effort active des gens pour changer leurs environnement afin de devancer les autres.
- Egalité : L'engagement volontaire à aider et améliorer le bien-être des autres gens.
- L'harmonie : c'est l'harmonie avec la nature.

La dimension culturelle reflète différentes solutions aux problèmes de la régulation des activités humaines, et les différentes manières dont les institutions sont regardées. Bref, les problèmes sociaux et psychologiques qui surgissent lorsque l'individu ou le groupe poursuit leurs valeurs structurent leurs systèmes de valeur.

4.2 Les investigations empiriques :

Les investigations empiriques peuvent être divisées en quatre grands domaines d'analyses : l'analyse des cas, les tests des théories spécifiques, les tests sur des thèmes spécifiques de la structure du capital et enfin les tests sur les différences internationales.

4.2.1 Comportement des dirigeants financiers :

Pour comprendre l'écart entre la théorie et les comportements réels des responsables financiers, quelque recherches ont adopté l'étude des cas en interrogeant les

dirigeants sur leurs vision et comportement envers la structure du capital, en particulier leurs points de vue sur deux dominantes théories à savoir POT et TO.

Donaldson (1961), a effectué une enquête en se basant sur l'interview dans 25 grandes sociétés américaines. Il a trouvé que les managers recourent aux fonds internes. Les ressources externes sont utilisées seulement en dernier ressort.

Norton (1989), constate que le directeur financier préfère les fonds internes et lorsque les fonds externe sont nécessaires, les dettes sont préférées aux actions, à cause de la déductibilité de la dette. Il ajoute que les coûts d'agence, coûts de faillite et information asymétrique ont un effet mineur sur le comportement des managers. La flexibilité financière et la notation du crédit sont les déterminants de la politique d'endettement.

Beattie et al (2006) ont présenté une analyse sur 192 directeurs financiers dans lequel 50% cherchent à maintenir un ratio cible de dettes. Le reste des dirigeants suivent des hiérarchies.

Bancel et Mittoo 2004 ont analysé 87 sociétés dans 16 pays européens et affirment que les structures institutionnelles, les lois sont des éléments importants dans la détermination de la structure du capital que la flexibilité financière et le bénéfice par action.

4.2.2 **Des recherches sur des théories spécifiques :**

Ces études ont essayé d'analyser des théories spécifiques dans un cadre réel. Baskin (1989) examine la POT et conclut qu'un niveau élevé de distribution de dividendes réduit la quantité des revenus ce qui demande l'accès à l'endettement. Alene (1993) confirme l'apport de la POT.

Goyal (2003) a trouvé que les formes externes sont largement utilisées, et les dettes ne sont pas préférées au détriment des actions, puisque le revenu net des

actions est plus élevé par rapport aux obligations. Selon Taggart (1977) les sociétés ajustent un ratio cible de dettes/CP. Opler et Titman (1994) ont également trouvé que les sociétés semblent ajuster leur capital vers un ratio cible comme prétend la théorie du compromis. Finalement quelques recherches ont abordé les deux théories STO et POT. Myers (1999), conclut que la POT est une excellente explication des comportements financiers de la société dans un premier ordre, Fama et French (2002), affirme que les sociétés les plus rentables avec des opportunités d'investissement limités ont un niveau élevé de distribution de dividende, ils montrent que ces sociétés sont les moins endettés.

4.2.3 Des recherches sur les grands thèmes de la structure :

Selon Myers (2001), il n'existe pas une structure optimale ou un ratio cible, et la plupart des investissements sont financés par les fonds internes, seulement 20% sont financées par des fonds externes. Le ratio de dette est moindre dans les projets risqués et l'effet de publier des actions affecte les prix des titres d'une façon négative.

Rajan et Zingales (1995) et Titman et Wessls (1988) affirment que la profitabilité et la dette varient au sens contraire, et le levier varie positivement avec la taille d'une société. Le levier financier augmente avec l'accroissement de la tangibilité.

4.2.4 Les comparaisons internationales :

Jong et Al (2008) ont analysé l'importance des spécificités des pays dans le choix du ratio de dettes dans 42 pays pendant une période du (1979) jusqu'au 2001. Ils ont trouvé que les spécificités des sociétés concernant le levier différent à travers les pays. Ainsi, ils affirment un rôle indirect des spécificités d'un pays sur la structure

du capital du fait que les spécificités d'un pays affectent les sociétés puis ensuite, sur les déterminants de la structure du capital.

4.2.4.1 **L'Asie :**

Decsomsak et Al (2004), ont analysé quatre pays avec des législations et lois différents, l'environnement institutionnel et financier différent, il s'agit de la Thaïlande, Malaisie, Singapour, Australie. Les résultats nous montrent que la structure du capital d'une société est influencée par l'environnement dans lequel elle fonctionne. La crise financière de 1997 avait un impact significatif mais d'une façon différente d'un pays à l'autre sur sa structure du capital.

4.2.4.2 **G-7 :**

Aggarwal et Jamdee (2003), affirmant que le ratio d'endettement moyen de l'année 2001, est inférieur à l'année 1991. Les déterminants de la structure du capital efficace dans les Etats Unis, perdent leurs puissances explicatives en Europe. La dette varie d'une façon positive de la tangibilité des titres, la taille d'une société, recherche et développement, et la protection des droits de contrôle varient d'une façon négative avec la profitabilité et probabilité de faillite.

4.2.4.3 **Les pays en voie de développement :**

Booth et Al (2001) analysent la structure du capital dans dix pays en voie de développement ; l'Inde, Pakistan, Thaïlande, Turquie, Zimbabwe, Mexique, Brésil, Jordanie, Corée, de (1980) jusqu'au (1990). Ils trouvent que les variables explicatives de la structure du capital dans les Etats Unis sont aussi pertinentes dans les pays en voie de développement malgré les différences profondes dans les facteurs institutionnels, notamment la POT et les problèmes d'asymétrie informationnelle.

4.2.5 **Des recherches sur les facteurs explicatifs :**

Les recherches empiriques nous permettent d'identifier des facteurs qui ont un impact sur le choix de la structure du capital.

4.2.5.1 **La taille :**

Les grande sociétés (actif, niveau de vente, nombre d'employées...) sont plus portées à s'endetter que les sociétés de petites tailles, afin de réduire les coûts d'agence et les coûts de transaction immense de ces sociétés. Ainsi le règlement impose à la grande société a cause de leurs importance social et économique (travailleurs, impôts, revenus globales) la publication et disponibilité d'information, ce qui réduit d'une façon significative les problèmes informationnel entre investisseur et dirigeants, ce qui induit une disponibilité des fonds externes. Cela peut expliquer d'une façon claire la préférence des capitaux propre plutôt que l'endettement. Prasad et Al (2001) trouve une relation positive entre la taille et l'endettement. Titman et Wessels (1988), trouvent un résultat contradictoire. Ils affirment que les grandes sociétés faute des coûts d'agence, faillite, la relation entre la taille et l'endettement est négative. La seule explication de ses données contradictoires revient à l'effet de l'environnement des sociétés.

4.2.5.2 **La profitabilité :**

Il existe une relation négative entre profitabilité et endettement. La profitabilité détermine le montant du bénéfice non distribué. Mais il faut toutefois noter que selon Prasad et Al (2001), 50% des études sur la relation profitabilité et endettement dans la littérature financière trouve cette relation positive.

4.2.5.3 **Le risque :**

Il existe une relation négative entre la variation des revenus et l'endettement. Selon Castanias (1983), les sociétés avec des forts revenus devraient minimiser le recours a l'endettement. Titman et Wessles (1988) affirment que la relation entre

variabilité des bénéfices et le taux d'endettement montre que les entreprises les plus risquées et en même temps très endettées, ont tendance à ne plus s'endetter. Si la société est moins endettée (avec un risque élevé emprunte davantage. Ce qui nous mènent à dire qu'il existe une relation positive entre la dette et le risque à l'inverse de ce qui a annoncé Castanias).

4.2.5.4 **Tangibilités des actifs :**

L'idée est que la nature des actifs d'une société incite à privilégier un type de financement à un autre. C'est la question de garantie (les actifs corporels) surtout en présence d'asymétrie d'information et des problèmes d'agence. Les créanciers sont peu informés sur la qualité des projets. Rajan et Zingales (1995), trouvent une relation positive entre la tangibilité des actifs et l'endettement. Prasard et Al (2001), dans une revue de littérature concernant la structure du capital affirment qu'une majorité d'auteurs trouvent une relation positive, alors que certains trouvent un coefficient négatif, alors que le reste aboutit à une relation indéterminée.

4.2.5.5 **La croissance :**

La croissance augmente la probabilité de faillite, réduit le problème de « cash flow » et aggrave la relation de dette/problème d'agence. La croissance va diminuer le recours à l'endettement. La POT prévoit une relation positive entre la croissance et le levier (à cause du bénéfice). Il semble plausible que la dette de la société souffre davantage de la sélection adverse ou comme prétend la POT du besoin du financement externe. Dans un cas où la société souffre d'un besoin causée par la volatilité des bénéfices, elle a un risque moindre, ce qui va mener la société à avoir une grande capacité d'endettement.

4.2.5.6 **Impôt :**

Les impôts trop élevés augmentent les gains d'impôts induits par les avantages de la déductibilité de la dette, si les taux d'impôts sont trop élevés, l'endettement sera privilégié. Angelo et Masulis (1980) présentent un modèle qui nuance l'effet des déductions directes d'impôts liées à l'endettement. Ils montrent ainsi que, selon les circonstances, les déductions fiscales liées cette fois à l'investissement et aux amortissements peuvent jouer le rôle de « produits de substitution » vis à vis des avantages fiscaux de l'endettement.

4.2.6 **Les variables macroéconomiques :**

Dans une économie développée, ou le taux de croissance est élevé, les opportunités d'investissement sont abondantes. Il doit y avoir une relation entre la croissance d'un pays et le besoin et tendance de financement externe des sociétés. D'après Beck et Maximovic (2002), les sociétés ayant un grand besoin de financement optent plus souvent pour un financement externe. Fan et Al (2003) affirment que le développement économique et le taux d'inflation ne sont pas fortement corrélés avec le ratio d'endettement. Néanmoins, ces variables sont corrélés avec la structure de maturité. Donc le taux de croissance économique, taux d'inflation et autres caractéristiques macroéconomiques, sont susceptibles d'avoir un impact indirect sur le financement des sociétés.

4.2.7 **Le développement financier :**

4.2.7.1 **les banques :**

L'activité d'intermédiation financière est particulièrement sa fonction principale qui est la canalisation de l'épargne vers l'investissement à un impact positive sur le niveau d'endettement des sociétés. La taille des intermédiaires financiers bancaires montre l'importance des services des banques dans le financement de l'activité économique. Ainsi la concentration élevée du secteur des

banques commerciale devrait résulter en un manque de pression de la concurrence pour activer l'épargne et en assurer une répartition efficiente vers les investissements.

4.2.7.2 **Les marchés financiers :**

Un marché liquide est un marché financier développé. Ces marchés financiers vont affecter le comportement financier des sociétés. Les investisseurs institutionnels ont une préférence à détenir des titres liquides, par conséquence dans les pays ayant plus d'investissement institutionnel, les sociétés sont plus susceptibles d'opter pour un financement les sources les plus liquides (actions).

4.3 **Les nouvelles voix de recherche :**

Plus d'un demi siècle après les articles pionniers de Modigliani et Miller (1958, 1961), force est de constater que l'on ne dispose toujours pas de théories capables d'expliquer et de guider les choix de financement des sociétés (Myers, 1993). Des centaines de travaux ont analysé l'effet de variables liées à la fiscalité, aux normes sectorielles, aux préoccupations relatives au contrôle, au risque de faillite, les contrats, à la croissance et au taux de rendement des actionnaires. L'article synthétisé de Harris et Raviv (1991) illustre clairement l'absence de consensus quant aux facteurs qui gouvernent le comportement des sociétés⁸⁷. Cette situation rend particulièrement intéressantes les études basées sur une approche différente, une nouvelle fondation pour la finance.

L'explication du comportement des organisations en matière d'allocation (l'investissement) et d'obtention (le financement) de ressources peut être considérée comme l'objet principal de la finance, constituée comme discipline scientifique, à la lecture des manuels de base de la discipline, conduira à un résultat relativement étrange. Ils présentent très rarement et, s'ils le font, de façon extrêmement sommaire,

⁸⁷ HARRIS M, RAVIV A, «The Theory of Capital Structure», Journal of Finance, Vol, 46, No, 1, 1991.

des éléments permettant d'expliquer le comportement réel des organisations en matière d'investissement. Ils sont délaissés par la théorie financière qui retient la notion de richesse des actionnaires entendue comme la valeur boursière de l'ensemble des actions de la firme, la politique de financement devient la préoccupation majeure des chercheurs en Finance.

La méthodologie de la théorie financière a largement emprunté à la théorie néoclassique de la firme. En effet, l'un des modèles les plus connus de la théorie néoclassique suppose que la firme maximise son profit en étant soumise à la contrainte d'une fonction de production. Après être passé de la maximisation du profit de la firme conçue comme une "boîte noire" à la maximisation de la valeur actionnariale de la firme contractuelle⁸⁸, Zingales (2000) plaide pour une théorie de la firme capable de fonder la finance d'entreprise et d'asseoir son développement à venir⁸⁹. Plus récemment, Rajan et Zingales (1998) ont proposé une définition de la firme. Ils définissent la firme comme un nœud d'investissements spécifiques: une combinaison mutuelle et spécialisée de capitaux et de personnes⁹⁰.

4.3.1 La société selon Zingales (2000) :

Pour l'auteur, les sociétés sont des combinaisons uniques d'actifs et de personnes. Ce qui les distingue du marché c'est qu'elles consistent en une toile d'investissements spécifiques construite autour d'une ressource critique. Cette ressource constitue l'origine du pouvoir par rapport au capital humain. L'entrepreneur doit contrôler (non nécessairement posséder) la ressource de valeur, qui n'est pas nécessairement physique, aliénable mais peut simplement consister en son capital humain. Grâce à ce contrôle, il peut influencer l'accumulation d'investissements spécifiques afin de pouvoir mettre en œuvre des complémentarités entre sa ressource critique et la

⁸⁸ Voir la maximisation de la valeur totale de la firme partenariale, l'article de Charreaux G. et Desbrières P. « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », Finance Contrôle Stratégie, vol. 1 (2), Juin, 1998.

⁸⁹ ZINGALES Luigi, « In Search of New Foundations », Journal of Finance, August, 2000.

⁹⁰ RAJAN R, ZINGALES Luigi, «Power in a Theory of the Firm», Quarterly Journal of Economics, vol. 108, May, p. 387-432. 1998.

personne qu'il désire « soumettre » à son pouvoir. Une fois la complémentarité est établie, la personne « spécialisée » obéit à l'entrepreneur de crainte que sinon, elle met en jeu la valeur conjointe qu'il peut créer. Ce qui motive, par ailleurs, la personne à « dépendre » de la ressource critique c'est-à-dire à se spécialiser c'est le fait qu'elle sache que ses bénéfices en seraient plus importants. Afin de permettre à ses employés d'adhérer à cette idée, l'entreprise leur permet (en fait aux employés clés) un accès à l'entreprise ou bien aux ressources critiques de telle manière qu'ils développent du pouvoir s'ils se spécialisent.

4.3.1.1 Les conséquences pour la structure financière :

La principale conséquence pour la structure du capital se trouve au niveau de la propriété. En effet, selon Zingales la propriété extérieure est admise à condition que la « toile d'investissements » spécifiques autour de la ressource critique soit assez forte pour que la propriété de cette ressource (même sans contrôle quotidien) confère un certain pouvoir à la partie extérieure. Pour ce faire, les entreprises de capital risque permettent, par exemple, que les jeunes entreprises soient professionnellement gérées de manière, qu'elles ne dépendent pas de l'entrepreneur ou d'aucun manager professionnel. Une deuxième manière d'assurer plus de pouvoir aux extérieurs serait d'établir une bureaucratie interne qui génère une information vérifiable quant à la performance des employés. Ainsi, la propriété extérieure n'est pas uniquement un instrument financier mais un « ciment » permettant de préserver les rentes de l'organisation, d'être dissipées à cause de la concurrence entre les différentes parties-prenantes. Elle n'est pas utilisée uniquement pour lever des capitaux mais pour protéger la viabilité à long terme de l'entreprise.

4.3.2 L'apport de Charreaux⁹¹ :

L'auteur effectue un retour sur les fondements des théories contractuelles. Il juge qu'il y a eu beaucoup de simplification des travaux de certains auteurs

⁹¹ CHARREAUX Gérard, « Variation sur le thème: A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise », Finance Contrôle Stratégie, vol.5(3), septembre, pp 5-68, 2002.

fondateurs. Ainsi, pour Coase (1939) par exemple, l'essentiel est la flexibilité de la gestion centralisée des contrats à travers le centre contractant constitué par la firme. Pour Alchian et Demsetz (1972), la notion de contrôle, souvent interprétée sous l'angle disciplinaire, recouvre un contenu plus riche. Ils mettent, en effet, l'accent sur le rôle de la connaissance organisationnelle que détient l'employeur du fait de son contact avec les facteurs de production. Pour Demsetz (1991) les firmes sont «des répertoires de connaissance spécialisée et d'inputs spécialisés pour mettre en œuvre cette connaissance ». Pour Jensen et Meckling (1998, 2000), enfin, les structures de propriété, les systèmes de gouvernance, les systèmes de décision et les systèmes de contrôle sont déterminés de façon à exploiter au mieux la connaissance spécifique. Par contre, chez ces auteurs, la distribution de la connaissance reste exogène et on ne sait rien des facteurs qui déterminent la nature de la connaissance spécifique à acquérir ou à construire. Ainsi, il semble qu'à l'origine, les théories contractuelles ne réduisent pas les sources de performance au seul contrôle de la spécificité et à la réduction des conflits d'intérêts.

En d'autres termes, la source de la performance est attribuée à la façon dont on évite de gaspiller la valeur potentielle plutôt qu'à la façon dont on crée de la valeur (Charreaux, 2002). Partant de ce constat, Charreaux (2002) s'est proposé de formuler de nouvelles fondations à la finance en intégrant l'apport des théories cognitives. Cette alternative permet d'analyser l'origine de la rente, de la valeur créée. Cependant, il est important de noter concernant cette analyse que Zingales ne prend pas en compte les considérations cognitives et garde une conception disciplinaire. L'apport de Charreaux est basé sur la distinction proposée par Charlot (1997) entre les concepts d'information, de connaissance et de savoir : L'information est une donnée extérieure au sujet, on peut l'imaginer, la stocker, y compris dans une banque de données ; Elle est sous le primat de l'objectivité. La connaissance est le résultat d'une expérience personnelle liée à l'activité d'un sujet doté de qualités affectivo-cognitives ; en tant que telle, elle est intransmissible, elle est sous le primat de la

subjectivité. Le savoir, comme l'information, est sous le primat de l'objectivité ; mais c'est de l'information appropriée par un sujet. De ce point de vue, c'est aussi de la connaissance, mais détachée de la gangue dogmatique où la subjectivité a tendance à l'installer. Le savoir est produit par le sujet confronté à d'autres sujets. Il est construit dans des cadres méthodologiques. Il peut donc entrer dans l'ordre de l'objet et devenir alors un produit communicable, de l'information disponible pour autrui.

4.3.2.1 Les conséquences pour la structure financière :

La Finance est intimement liée à la politique de financement qui reste toujours liée à la notion de structure optimale. Cette dernière serait dénuée de pertinence si elle est établie en termes marginalistes. Le financement optimal serait plutôt celui qui permet le meilleur développement du répertoire de connaissances. En effet, la meilleure politique de financement est celle qui conduit les dirigeants à orienter la firme, à découvrir et à entreprendre les opportunités créatrices de valeur, à les protéger, à bien coordonner les connaissances dans la production et enfin à résoudre au mieux les conflits.

Conclusion :

Ce chapitre nous a permis d'élargir le champ de la connaissance sur la structure du capital. La remise en question progressive des hypothèses de base du modèle de Modigliani et Miller (1958) a permis de grouper les hypothèses testables empiriquement en quatre groupes: les hypothèses d'agence, les hypothèses de signal et de risque de liquidation en présence d'asymétrie d'information et les hypothèses d'imposition.

Faute de conclusions théoriques claires et générales, la théorie s'est progressivement orientée vers des modèles faisant appel à une analyse conceptuelle. Les théories fondées sur des principes de hiérarchie et de compromis, bien que reposant sur des rationalités différentes ont ainsi permis d'enrichir l'étude de la formation de la structure de capital des entreprises.

Les résultats concernant l'endettement financier confirment l'existence de déterminants propres aux caractéristiques de bilan de l'entreprise. Ainsi, nous avons pu mettre en évidence le rôle positif de la taille, des flux monétaires et le risque sur le

montant de l'endettement. Concernant l'influence de la rentabilité, le modèle montre que certaines considérations liées au POT semblent valides empiriquement.

L'endettement global est lié négativement à la performance. Ces résultats sont cohérents avec les études précédentes de Rajan & Zingales (1995) sur les pays du G7 et de Booth et al. (2001) sur dix pays en voie de développement qui observent une corrélation toujours négative entre le levier et la performance mesurée par le ROA. Ils confirment les prédictions de la POT où les firmes rentables préfèrent l'autofinancement à la dette, et celles de la théorie des parties prenantes en raison de l'existence d'importants risques de défaillance et de leurs conséquences qui rendent le financement externe coûteux.

Myers (1977) a montré que les sociétés fortement endettées sont celles qui ont le plus tendance à ne pas réaliser des projets d'investissement rentables. Une autre raison relève de la théorie de l'adaptation au marché (Market Timing) selon laquelle les firmes ont tendance à émettre des actions quand leur cours est élevé sur le marché par rapport à leur valeur comptable. Ce qui réduit temporairement la part de l'endettement. Pour ce qui est de l'hypothèse d'imposition, les résultats se sont avérés ambigus. On peut conclure que le taux d'imposition n'étant pas une variable explicative de l'endettement.

Toutes ces considérations montrent que le problème du choix de financement nécessite que l'on approfondisse les rapports entre les hypothèses théoriques et les caractéristiques empiriques de ces modèles. Cependant, plusieurs limites caractérisent notre recherche:

En premier lieu, il faudrait élargir les variables modératrices et spécifiques à l'entreprise (système juridique, institutions financières du pays, productivité, variabilité des cash flows indicateur de probabilité de défaillance, structure de propriété, taux de croissance, intensité en R&D, PIB par habitant...) et la prise en compte de certaines clauses ou conventions dans les contrats d'endettement (covenants) par exemple les convertibles ou les obligations à remboursement anticipé

qui présentent une certaine particularité en matière de structure de capital. En second lieu, l'estimation de l'endettement dans un cadre dynamique est également à explorer.

Section I :

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 la valeur⁹². Pour réaliser alors cet objectif, il était question d'assurer une bonne prise des différentes décisions financières au sein de l'entreprise telles que : la décision d'investissement, la décision de financement et la décision de distribution.

Dans le cadre de la décision de financement, l'entreprise est amenée généralement à utiliser une combinaison de ressources financières : des fonds propres à l'entreprise, des apports en capitaux et de l'emprunt lors d'une insuffisance de couvertures des dépenses d'investissement. Elle est amenée ainsi à déterminer la structure financière optimale qui minimise le coût du capital et maximise la valeur de l'entreprise.

Cependant, la détermination de la valeur d'entreprise n'est plus une simple addition d'éléments juxtaposés, mais elle exprime à la fois le résultat des décisions qui ont été prises et la façon dont ce résultat est perçue par les intervenants sur le marché financier⁹³.

Cette novation dans l'estimation de la valeur de l'entreprise a mis l'accent sur le problème de la performance de l'entreprise à travers l'évaluation de la pertinence de la prise des décisions financières qu'elle doit effectuer. Ces décisions doivent concourir à l'atteinte de l'objectif fondamental de chaque firme à savoir la maximisation de sa valeur et par conséquent, la création de valeur. Cette création de

⁹² CHARREAUX Gérard, DESBRIÈRES Philippe, « Gouvernance des entreprises, valeur partenariale contre valeur actionnariale », Finance Contrôle Stratégie – Volume 1, N° 2, pp 57 – 60, 1998.

⁹³ CHARREAUX Gérard, « Le point sur ... La mesure de performance des entreprises », Professeur à l'Université de Bourgogne.

valeur peut être déterminée, dans la théorie financière, par plusieurs indicateurs de mesure, mais la concurrence est saine et doit normalement permettre au meilleur indicateur d'émerger, afin de mesurer la création de valeur au sein d'une société et d'étudier la relation entre la décision de financement et cette valeur créée.

3.1.1 La mesure de création de valeur ... de quelle valeur créé il s'agit ?

La théorie financière insiste sur l'objectif de la maximisation de la valeur de la société par les managers soit la valeur des capitaux investis par les actionnaires. C'est la mise en pratique de cet objectif qui sert aujourd'hui de référence managériale en matière de performance⁹⁴. En effet, conformément au cadre d'analyse retenu par la théorie de l'agence, la notion de création de valeur repose sur une approche contractuelle, selon laquelle les dirigeants sont mandatés par les actionnaires pour gérer les capitaux investis et détenus par ces derniers dans l'entreprise.

L'objectif premier de l'équipe dirigeante d'une entreprise consiste, par conséquent, à créer de la valeur actionnariale, c'est à dire à maximiser la richesse à court et long terme des propriétaires de la firme, à savoir ses actionnaires. La société appartient à ses actionnaires qui choisissent les dirigeants et leurs délèguent le pouvoir de gérer leur capital. Les rapports avec les salariés, les sous-traitants et les consommateurs relèvent de liens contractuels, plus ou moins stables, par lesquels chaque partenaire est susceptible de trouver un avantage, mais qui restent subsidiaires par rapport à l'objectif de création de valeur actionnariale⁹⁵.

Donc par l'expression « création de valeur », il s'agit de comprendre « création de valeur actionnariale ». En effet, cette notion consacre la place de l'actionnaire dans les préoccupations stratégiques de l'entreprise. La création de valeur pour

⁹⁴ HOARAU C ; TELLER R, « Création de valeur et management de l'entreprise », Vuibert, pp 15-17, 2001.

⁹⁵ CORIAT Bernard, WEINSTEIN Olivier, « Les nouvelles théories pour l'entreprise » Paris, Le Livre de Poche, 1995.

l'actionnaire est aujourd'hui beaucoup plus qu'une simple mode comme en connaît la gestion depuis plus de trente ans⁹⁶. Elle se présente plutôt comme une idéologie au sens propre du terme qui trouve son application concrète dans le mode de pilotage d'un nombre croissant de sociétés⁹⁷.

Le rôle du management est bien de défendre au mieux les intérêts des actionnaires, dans la mesure où l'en peut faire confiance aux autres parties prenantes (créanciers, fournisseurs, salariés, pouvoirs publics) pour défendre leurs intérêts bien compris. L'idée que la fonction des dirigeants est d'arbitrer entre les intérêts divergents des différentes parties prenantes de la société revient à leurs donner un rôle sans légitimité. Privilégier la valeur actionnariale à long terme ne signifie pas pour autant ignorer les autres parties prenantes et leurs attentes. Créer de la valeur pour les actionnaires nécessite d'avoir toujours plus de clients satisfaits avec de bons produits, développés par des employés motivés et de qualité, en liaison avec les meilleurs fournisseurs et sous-traitants possible, tout en respectant les réglementations édictées par les pouvoirs publics. Recruter et retenir les meilleurs ingénieurs ou techniciens est indispensable pour créer la valeur. Pour pouvoir y arriver, il convient aussi de leurs donner des rémunérations et des conditions de travail attractives. Quant aux clients, inutile de rappeler combien la société doit être à leur écoute dans une économie de concurrence mondialisée. Naturellement, la prise en compte des intérêts des autres parties prenantes se fera d'autant plus pressante que leur pouvoir de négociation sera élevé.

3.1.2 Le mécanisme de la création de valeur :

Une société crée de la valeur quand elle prend les décisions qui fournissent des revenus qui excèdent les coûts. Ces bénéfices peuvent être reçus dans un avenir proche ou éloigné. Et les coûts incluent le coût direct de l'investissement et un coût

⁹⁶ ALBOY Michel, «La valeur est-elle autre chose qu'un discours à la mode?» Dossier : Création de valeur : au-delà de la mode, Revue Française de Gestion, n° 122, janvier-février, pp 78-80, 1999.

⁹⁷ EHRBAR Al, STEWARD Stern, « EVA : les défis de la création de valeur », Village mondial, pp 12-15, 2000.

moins évident, le coût du capital⁹⁸. Cette analyse revenu-coût est le cœur de l'analyse économique traditionnelle. Une des techniques très célèbres pour analyser ces revenus et ces coûts est la valeur actuelle nette, qui actualise le cash flow futur à un taux qui reflète le coût du capital utilisé pour l'investissement.

La différence entre la valeur actuelle du cash flow futur incertain et le coût du projet est désigné valeur actuel nette. C'est une valeur monétaire, si la VAN est positive, l'investissement augmente la valeur de la société. Par contre si la VAN est négative, l'investissement diminue la valeur de la société. Par conséquent la VAN mesure la valeur ajoutée (si positive) et la valeur soustraite (si négative). Le principe sera d'investir que dans les investissements qui augmentent la valeur de la société.

Ces mêmes principes appliqués à un projet peuvent être appliqués à la société toute entière (plusieurs investissements). Si les investissements de la société réalisent des revenus futurs qui excèdent leurs coûts, les investissements augmentaient la valeur de la société.

C'est ce qu'on appelle un profit économique, qui se distingue par rapport au profit comptable par l'importance donnée au coût du capital, qui est le taux de rendement exigé par les financeurs de la société. Il n'est pas inutile de rappeler à ce stade que le profit économique n'est pas une notion nouvelle puisqu'il correspond à la rente telle qu'elle a été définie par les économistes dès le début du XIX^{ème} siècle. Alfred Marshall l'exprimait dans ses principes d'Economie Politique « ce qui reste acquis à l'entrepreneur après avoir déduit de ses profits le coût des capitaux engagés correspond au résultat réel de son entreprise ».

Deux distinctions importantes doivent être faites entre le profit économique et le profit comptable. La première distinction concerne le coût du capital, le profit comptable est la différence entre les revenus et les coûts, basé sur des règles et principes comptables. Le profit économique est également la différence entre les

⁹⁸ ALBOUY Michel, « Décisions financières et création de valeur », *Economica*, pp 13-17, 2000.

revenus et les coûts, mais à la différence de la détermination comptable, le coût du capital est introduit dans les coûts. La seconde distinction concerne l'identification des revenus/coûts. Le profit comptable est la plupart du temps représenté en utilisant des méthodes soustractives/additives des éléments juxtaposés, par contre le profit économique reflète le cash pour fournir une vision de la société plus conforme à la réalité. Mais les états financiers sont établis en termes de comptabilité patrimonial. Les analystes du profit économique doivent d'abord commencer par le profit comptable puis faire des ajustements pour passer à l'analyse du profit économique.

3.1.3 La mesure de la valeur créée :

Les sociétés fournissent une large palette d'indicateurs mesurant la création de valeur. Ainsi, une distinction fondamentale doit être opérée entre les indicateurs mesurant une performance boursière et ceux mesurant à l'inverse un objectif de performance économique ou même comptable. Un premier angle d'analyse permet de distinguer trois familles d'indicateurs de création de valeur :

- **Les indicateurs comptables** : résultat net, bénéfice par action (BPA), résultat d'exploitation ou excédent brut d'exploitation (EBE), rentabilité des capitaux propres (ROE, *Return On Equity*), rentabilité des capitaux engagés/de l'actif économique (ROCE, *Return On Capital Employed*).
- **Les indicateurs économiques** : ROCE-WACC, VAN, EVA⁹⁹ (*Economic Value Added*).
- **Les indicateurs boursiers** : MVA (*Market Value Added*), TSR (*Total Shareholder Return*).

La ligne de partage se situe dans la distinction fondamentale entre le concept de performance issue d'indices de gestion d'origine comptable, voire économique, et le concept de création de valeur issue des données du marché. Un deuxième angle

⁹⁹ L'appellation EVA est la propriété de la firme Stern & Stewart, (EVA®).

d'approche montre une évolution des indicateurs financiers caractérisée par les paramètres et principes suivants :

➤ **Les indicateurs de profit :**

Jusqu'au milieu des années 1980, l'entreprise communiquait essentiellement sur le résultat net ou le bénéfice par action (BPA), paramètre éminent de la comptabilité. Éléments exceptionnels, provisions. L'accent progressivement mis sur le résultat d'exploitation ou l'excédent brut d'exploitation représente un progrès en réduisant très fortement l'impact de l'exceptionnel ou des charges calculées.

➤ **Les indicateurs de rentabilité :**

La seconde étape est le raisonnement en terme de rentabilité, c'est-à-dire d'efficacité, qui rapporte les résultats dégagés aux capitaux mobilisés pour les atteindre. On parle alors de rentabilité des capitaux propres, critère soumis néanmoins à l'effet de levier : une hausse judicieuse de l'endettement accroît le plus souvent cet indicateur sans que la valeur n'en soit pour autant augmentée, l'accroissement du risque annihilant celle de la rentabilité. La rentabilité de l'actif économique (ou des capitaux investis ou employés, ou encore return on capital employed, ROCE) évite ce biais, ce qui explique que mis à part certains secteurs où elle n'a pas de sens (banque, assurance, ...), elle tend à s'imposer comme indicateur de performance économique.

➤ **Les indicateurs de création de valeur :**

Cependant, la rentabilité dégagée est, en tant que telle, un critère insuffisant en matière de valeur puisqu'elle ne prend pas en compte la notion de risque. Elle reste à comparer au coût des capitaux employés, c'est-à-dire au coût moyen pondéré du capital (ou coût du capital, le WACC des anglo-saxons) pour mesurer si de la valeur a été créée (rentabilité de l'actif économique supérieure au coût des capitaux employés).

La concurrence est saine et doit normalement permettre au meilleur indicateur d'émerger. L'EVA, plus rigoureusement construite, a fini par s'imposer comme le meilleur

représentant de la valeur¹⁰⁰. L'EVA n'est qu'un concept issu de la théorie économique puisqu'il ne s'agit que de la vieille notion de « profit économique » développée notamment par Hamilton (1777) et Alfred Marshall (1890). Développé par le cabinet Stern et Stewart (1991), l'objectif de l'EVA consiste en effet à maximiser les rendements des actionnaires en incitant les managers à prendre toutes leurs décisions en fonction de ce principe.

3.1.4 Valeur économique ajoutée « EVA » :

Si l'objectif d'une entreprise consiste à optimiser la valeur des actifs revenant in fine aux actionnaires, des mesures comme l'EVA sont censées permettre d'orienter les décisions des dirigeants vers cet objectif¹⁰¹. C'est pourquoi les entreprises sont aussi nombreuses à suivre la voie de l'EVA. Si l'objectif d'une entreprise consiste à optimiser la valeur des actifs revenant in fine aux actionnaires. Dans la théorie financière traditionnelle, la mesure de la valeur créée est liée à la résolution du problème de l'allocation optimale des capitaux, autrement dit, du choix des investissements. Il s'agit de construire des règles de décision permettant de choisir les investissements de façon à maximiser la valeur de la firme. Pour les aider à choisir des investissements, les dirigeants peuvent faire appel à la règle de la Valeur Actualisée Nette (VAN) selon laquelle une entreprise qui investit dans des projets dont la VAN est positive créera de la valeur.

Cependant, l'utilisation de tels indicateurs pour évaluer les performances peut amener les dirigeants à suivre une politique d'investissement non conforme aux souhaits des actionnaires. Il peut exister de nombreux points de désaccord entre les actionnaires et les dirigeants, mais dans la pratique le principal reproche adressé à ces derniers est de ne pas avoir utilisé au mieux les actifs de l'entreprise.

Très souvent, les actionnaires estiment que les fonds propres de l'entreprise sont surdimensionnés par rapport au niveau optimal du flux des investissements. Dans

¹⁰⁰ SHAKED I ; MICHEL A ; LEROY P. (1998), « Pourquoi l'EVA s'est imposée » L'expansion Management Review, Septembre, pp 54-63, 1998.

¹⁰¹ DUBOIS D, « L'Economic Value Added (EVA) : atouts et limites », cnam, 2000.

bien des cas, cette situation est due à des systèmes de rémunération inadaptés ayant pour effet d'obliger les dirigeants à concentrer tous leurs efforts sur l'optimisation des bénéfices et des parts de marché. La question fondamentale est donc de savoir pourquoi les entreprises continuent à ne pas choisir les « bons » projets alors qu'ils disposent d'un outil fiable, la VAN, pour les aider dans la prise de décision ?

Parmi les éléments permettant d'expliquer le non-alignement des systèmes de rémunération avec les méthodes d'affectation des capitaux, notons que la VAN peut difficilement être utilisée comme indicateur pour déterminer les rémunérations basées sur les performances. En effet, elle constitue un indicateur global basé sur les flux de trésorerie futurs et non pas sur les performances historiques.

L'une des contributions essentielles de l'EVA est de mettre en évidence le fait que le capital a un coût. Le message central de l'EVA consiste à dire qu'il n'est pas suffisant d'avoir un résultat net positif ou un certain niveau de bénéfice par action¹⁰².

Bien plutôt, l'entreprise doit gagner assez pour couvrir le coût de la dette et le coût d'opportunité du capital avant même de songer à créer la valeur.

L'EVA est alors définie comme un profit économique généralisé, c'est à dire, non pas le résultat net comptable traditionnel, mais le surplus obtenu après rémunération de tous les apporteurs de fonds, dettes et capitaux propres. L'EVA est donc égale à la différence entre le résultat opérationnel après impôts (NOPAT, Net Operating Profit After Tax) et la rémunération de la totalité des capitaux investis au coût moyen pondéré du capital pour tenir compte de la structure du capital de l'entreprise.

$$\text{EVA} = (\text{rendement sur capital investi} - \text{coût de capital}) * (\text{capital investi})$$

- Rendement sur capital investi = $\frac{\text{résultat net d'exploitation après impôt et frais financiers}}{\text{montant des capitaux investis}}$
- Le coût du capital peut être calculé par l'estimation du coût des fonds propres, puis calculer le coût moyen des ressources employées par l'entreprise à la fois dettes financières et fonds propres. L'estimation du coût des fonds propres a

¹⁰² STERN J.M. & CASTILLO A « Origines et applications de l'EVA », Revue Echanges, N°150, Décembre ,pp 34-37, 1998.

fait depuis quarante ans l'objet de nombreuses recherches. Le modèle dominant est actuellement le Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers (MEDAF).

- Le capital investi est la somme de l'actif immobilisé et le BFR.

Section 2 : EVA, la première grandeur (Rendement sur capital investi) :

Le rendement sur capital investi peut être calculé de plusieurs façons ont basés sur les données comptables puis effectuant des ajustements selon des règles bien définies pour réconcilier ces données avec la réalité économique¹⁰³, ou bien on appuyant sur le cash flow libre¹⁰⁴, c'est une méthode similaire à la notion de calcul du rendement d'un investissement par la méthode des cash-flows actualisés, cette méthode devient plus difficile à utiliser que lorsque l'on traite non plus un seul projet d'investissements mais l'ensemble de l'entreprise vu comme une somme d'investissements sans cesse renouvelés.

$$\text{EVA} = (\text{rendement sur capital investi} - \text{coût de capital}) * (\text{capital investi})^{105}$$

$$\begin{aligned} \text{Rendement sur capital investi} &= \frac{\text{résultat net d'exploitation après impôt et frais financiers}}{\text{montant des capitaux investis}} \\ &= \frac{\text{NOPAT}}{\text{montant des capitaux investis}} \end{aligned}$$

$$\text{EVA} = \left(\frac{\text{NOPAT}}{\text{montant des capitaux investis}} - \text{coût de capital} \right) * (\text{capital investi})$$

$$= \text{NOPAT} - (\text{coût de capital}) * (\text{capital investi})$$

¹⁰³ PONSSARD J, ZARLOWSKI P, « Principes et apports des nouveaux indicateurs de création de valeur », Revue Française de Gestion, Janvier, 1999.

¹⁰⁴ DEPALLENS Georges ; JOBARD Jean Pierre, « Gestion Financière de l'Entreprise », Editions Sirey, pp 91-120, 1997.

¹⁰⁵ STERN J ; STEWART G ; Chew D, « The EVA financial management system », Journal of Applied Corporate Finance 8 (été): pp 32-46, 1995.

$NOPAT = EBIT (1-t)$ (c'est le résultat d'exploitation net d'impôt c'est-à-dire le résultat de l'outil industrielle et commercial net d'impôt théorique en l'absence de dette afin d'introduire le coût de la dette que dans le calcul du coût du capital).

$$EVA = EBIT (1-t) - (\text{coût de capital}) * (\text{capital investi})$$

Stern et Stewart (op. cité) propose une série d'ajustement comptable ; plus de 160 ajustements. L'intérêt de ces ajustements consiste à corriger les anomalies créées par le plan comptable afin de rendre le bénéfice net d'exploitation après impôts (NOPAT) plus proche des profits économiques réels.

Ces retraitements ne sont effectués que s'ils respectent quatre critères :

- Ils sont aisément compréhensibles par la société, les dirigeants et le personnel (et même les non financier).
- Ils peuvent être calculés avec exactitude.
- La disponibilité des données nécessaires aux retraitements.
- La significativité des montants des postes à ajuster.

Cependant, pour éviter le risque de compliquer le système, la plupart des entreprises, utilisant l'EVA, se limitent à un certain nombre d'ajustements qu'elles voient les plus nécessaires¹⁰⁶.

3.2.1 Les ajustements comptables et calcul de l'EVA :

De manière générale, ces retraitements peuvent être classés en trois catégories :

3.2.1.1 Comptabilisation d'éléments constitutifs de flux monétaires ou non flux¹⁰⁷ :

La présentation des comptes des sociétés incorpore toute une série d'éléments non représentatifs de flux monétaires réels transferts de charges ou produits, provisions et amortissements. Or les investisseurs se préoccupent ne sont

¹⁰⁶ Anne Anderson ; Roger Bey ; Samuel Weaver, « Economic Value Added Adjustments », Lehigh University press, April 7, 2005.

¹⁰⁷ GRANT James, « fondation of Economic Value Added », WILEY FINANCE, 2e Edition, pp 169-175, 2003.

véritablement sensibles qu'aux aspects de flux à une seule exception près, les amortissements des immobilisations corporelles.

➤ L'ajustement relatif aux comptes de provisions :

Concernant les provisions, elles ont l'avantage dans la comptabilité d'obéir au principe de prudence. Dans le cas d'une entreprise en bon état, les provisions sont constatées d'une manière généreuse. Ce qui fait diminuer les profits de l'année mais les dirigeants disposent d'une réserve cachée, qui sera utile pour couvrir les profits d'années suivantes qui sont moins satisfaisants. Pour remédier à ce biais, on détermine la variation annuelle du compte : En cas de l'observation d'un accroissement des provisions sur l'année, on ajoute le montant de cet accroissement au résultat opérationnel. Cela montre que l'entreprise a constaté une charge non assortie d'une sortie de trésorerie. Dans le cas contraire, on déduit du résultat opérationnel le montant de la baisse. Cette diminution signifie que les provisions passées des années précédentes ont été payées, au moins en partie. Le solde du compte de provisions est ajouté au capital investi. En effet, le traitement des provisions pour dépréciation d'actifs, des provisions pour risques et charges ou pour impôts différés, consiste à augmenter les fonds propres.

➤ L'ajustement relatif aux plus-values d'acquisition ou goodwill :

Lorsqu'une entreprise rachète une autre pour un prix qui excède la valeur de marché de tous les actifs identifiables nets des dettes, il en résulte une plus-value d'acquisition (ou goodwill). L'écart d'acquisition constaté lors de la transaction est enregistré, à l'actif et conservé à sa valeur historique sans l'amortir et ce dans le but de faire apparaître au bilan cette partie de l'investissement de l'acquéreur et d'obliger les dirigeants à dégager un rendement compétitif sur cette portion du capital investi. Si une entreprise réalise une acquisition, elle doit alors recevoir un rendement sur l'intégralité du prix de l'acquisition et non sur un prix net de l'amortissement des écarts d'acquisition. L'utilisation de l'EVA exige donc que l'amortissement des écarts d'acquisitions ne soit pas enregistré comme une charge du compte du résultat mais il

doit être rajouté au capital investi et au résultat opérationnel. En plus, l'amortissement cumulé doit être inclus dans le total du capital investi car toute réduction du goodwill sous-estime le capital et par conséquent, surestime l'EVA.

➤ L'ajustement relatif aux impôts différés :

Les impôts différés ont lieu lorsqu'on a un décalage temporaire entre le résultat fiscal et le résultat social causé par une différence dans l'utilisation des principes de comptabilisation. Le plus souvent une dépréciation des immobilisations donne lieu à une différence d'échéance entre le résultat fiscal et le résultat donné par la comptabilité. Il en résulte alors un impôt différé. Pour calculer l'EVA, on ajoute au résultat opérationnel la variation des impôts différés au cours de la période considérée. Cet ajustement a pour effet de supprimer l'influence des normes comptables sur l'impôt des sociétés et dégage une charge d'impôt plus conforme à ce que l'entreprise doit réellement chaque année à l'administration fiscale. Dans le cadre de l'EVA, l'impôt est pris pour sa seule partie effectivement payée durant l'exercice et non pas pour sa partie différée. Les impôts ne doivent être comptabilisés que lorsqu'ils sont payés et l'on retrace les provisions pour impôts différés.

3.2.1.2 Comptabilisation en continuité de l'exploitation ou en liquidation¹⁰⁸ :

Force est de constater qu'en dépit des affirmations de la profession comptable, la présentation des comptes est faite dans une optique liquidative de la société plutôt que dans une optique de continuité d'exploitation. En ce sens, les états financiers sont plus faits pour les créanciers que pour les actionnaires. Les comptes sont en effet un peu trop dominés par le principe de prudence. Les investissements immatériels que se soit la recherche et développement ou toute autre dépense passée en charge d'un seul exercice alors que ces effets vont apporter des flux étalés sur plusieurs exercices (formation du personnel, la publicité ou le lancement d'un nouveau produit).

➤ L'ajustement relatif aux dépenses de R&D :

¹⁰⁸ GRANT James, « Ibid », pp 175-180, 2003.

Cet ajustement sera nécessaire lorsque les dépenses de R&D sont traitées en comptabilité comme des charges à imputer sur le résultat telles qu'elles se présentent. Ces frais de R&D ainsi que les frais de formation du personnel, les frais d'une campagne de marketing pour le lancement d'un nouveau produit, ont des effets qui vont porter des bénéfices étalés sur plusieurs exercices. Par conséquent, afin de ne pas sous-évaluer le capital de l'entreprise et donc à surestimer l'EVA, ces coûts doivent être restitués aux fonds propres et au résultat opérationnel et leur montant capitalisé et doit être amorti progressivement sur une durée égale au nombre de périodes futures au cours des quelles on s'attend à ce que les produits ou services développés par ces frais génèrent des bénéfices.

3.2.1.3 Comptabilisation en coûts complets ou recherches fructueuses¹⁰⁹ :

Ce troisième type de retraitement est toujours lié à un exemple qui facilite la compréhension. C'est l'exemple tiré de l'industrie pétrolière. Une société pétrolière fore des puits dans l'espoir de trouver des gisements. Certains puits s'avèrent infructueux et les dépenses correspondantes sont passées en charge de l'exercice selon la comptabilité. D'autres s'avèrent productifs et les dépenses correspondantes sont activées. Il est bien clair que forer des puits secs fait partie intégrante du travail de forage de puits productifs. On ne doit donc pas mesurer la rentabilité des puits productifs par rapport à leurs seules dépenses mais par rapport à l'ensemble des dépenses de forage. Pour suivre la vision économique des investisseurs, l'EVA requière donc une comptabilité en coûts complets.

3.2.2 Le free cash flow et l'EVA :

¹⁰⁹ GRANT James, « Ibid », pp 180-185, 2003.

Il est possible d'établir une relation formelle entre le free cash flow et l'EVA. Le free cash flow est égale au bénéfice d'exploitation après impôt augmenté de la variation nette des capitaux investis dans la société¹¹⁰ :

$FCF = \text{EBIT} (1 - \text{tax}) + \text{Dotations de l'amortissement de l'exercice (t)} - \text{Montant des investissements réalisés dans l'exercice (t)}$.

Puisque :

$\text{Montant des investissements réalisés dans l'exercice (t)} - \text{Dotations de l'amortissement de l'exercice (t)} = \text{Montant des investissements réalisés dans l'exercice (t)} - \text{Montant des investissements réalisés dans l'exercice (t-1)}$.

Et :

$\text{NOPAT} = \text{EBIT} (1 - \text{tax})$

On en déduit que :

$FCF = \text{NOPAT} - [\text{Montant des investissements réalisés dans l'exercice (t)} - \text{Montant des investissements réalisés dans l'exercice (t-1)}]$.

Mais par construction, l'EVA est égale à l'excédant de rentabilité économique sur le coût du capital appliqué au montant des capitaux investis :

$$\text{EVA} = \left(\frac{\text{NOPAT}}{\text{montant des capitaux investis}} - \text{coût du capital} \right) * \text{capitaux investis}$$
.

$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{coût du capital} * \text{capitaux investis})$.

Ce qui fait que :

$\text{EVA}_t = \text{FCF}_t + [\text{Montant des investissements réalisés dans l'exercice (t)} - \text{Montant des investissements réalisés dans l'exercice (t-1)}] - (\text{coût du capital} * \text{capitaux investis})$.

¹¹⁰ Albouy Michel, « Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », Revue Française de Gestion, n° 122, 1999.

Section 3 : EVA, la deuxième grandeur (le coût du capitaux propres).

La détermination du coût de la dette se focalise d'abord et exclusivement sur des dettes nouvelles d'origine financière, ayant comme taux d'intérêt celui qui est en vigueur sur le marché au moment où l'on évalue les projets d'investissement. Ensuite, il est aisé d'obtenir le véritable coût des emprunts par un calcul actuariel. Il importe de tenir compte outre les intérêts, des différents frais de dossiers, des commissions liées au montage d'un emprunt, mais également de la déductibilité fiscale des intérêts si l'entreprise est bénéficiaire.

Le taux nominal de dette est un taux brut alors que le coût réel pour l'entreprise est le taux net d'économie d'impôt. Ce coût est donc calculé après impôt dès lors que les charges d'intérêts, à la différence des dividendes, sont déductibles du résultat imposable. La rémunération de la dette se justifie par trois raisons essentielles : En premier lieu, le prêt de fonds insinue le renoncement du prêteur pendant un certain temps à son utilisation. Il s'ensuit logiquement donc que le prêteur reçoive en contrepartie une rémunération désignée comme étant le loyer de l'argent¹¹¹.

En second lieu, le prêt d'argent assujetti son prêteur à l'évolution du prix et à la baisse de son pouvoir d'achat ; en compensation il est normal que le prêteur reçoive en contrepartie une somme revalorisée en rapport du cours d'inflation. Enfin, le prêt est empreint du potentiel de risque de non remboursement (insolvabilité ou faillite de l'emprunteur)¹¹². Ce risque justifie dès lors une rémunération appelée, prime de risque. Comme corollaire, un taux d'intérêt agrège ces trois composantes :

¹¹¹ PORTRAIT Roland ; PONCET Patrice, « Finance de marché, Instruments de base, Produits dérivés, Portefeuilles et risque » Dalloz, 2^e édition, pp 141-159, 2009.

¹¹² PORTRAIT Roland ; PONCET Patrice, « Op. cite », pp 160-163, 2009.

Taux d'intérêt = loyer de l'argent + taux d'inflation anticipé + prime de risque. En général, les taux d'intérêt sont fixés sur des marchés : le marché monétaire pour les besoins d'argent à court terme ; le marché des obligations pour les besoins d'argent à plus long terme et les marchés interbancaires pour les relations entre les banques. Ces taux sont fixés par une confrontation entre l'offre et la demande d'argent.

3.3.1 Le taux de rendement :

Quel est le taux de rendement promis à un investisseur sur un titre à revenu fixe? Bien sûr le taux de rendement d'un titre est un taux actuariel, qui fixe le prix à payer pour l'acquéreur.

En a l'équation initial : V_0 (ou la valeur d'un titre) $= \sum R (1 + k)^{-t}$ c'est-à-dire que la valeur est en fonction de deux éléments très importants ; « R » sont les revenus futur et « k » représente le taux de rentabilité du marché, c'est-à-dire le taux de rentabilité qu'offre le marché pour un placement jugé équivalent¹¹³.

Les variations de la valeur s'expliquent alors par les variations « anticipées » des revenus pour un taux fixé par le marché.

Si R la valeur nominal d'un titre obligataire, R_0 est le prix d'émission d'une obligation. P représente la valeur de remboursement à l'échéance.

i représente le taux d'intérêt nominal, ce taux sert à calculer les intérêts annuels.

r : le taux de rendement du titre ou taux actuariel. Ce taux est calculé. Il est déduit des caractéristiques du titre obligataire.

¹¹³ PORTRAIT Roland ; PONCET Patrice, « Ibid », pp 53-54, 2009.

$$R_0 = iR / (1 + r)^1 + iR / (1 + r)^2 + iR / (1 + r)^3 + \dots + iR + P / (1 + r)^n.$$

C'est le taux de rendement promis par une société à l'investisseur lors de l'émission d'un titre. On pourrait penser que ce taux représente le coût pour la société, cela est vrai pour l'essentiel mais d'autres facteurs non négligeables interviennent.

Les frais divers, les frais de placement de l'emprunt frais de dossier (pour un emprunt indivis) frais de remboursement du principal, etc. Ces frais doivent être intégrés pour calculer le taux représentatif du coût de la dette.

Si F_0 représente les frais à l'émission et $F_1 F_2 F_3 \dots F_n$ les frais divers.

$$R_0 - F_0 = iR + F_1 / (1 + r)^1 + iR + F_2 / (1 + r)^2 + iR + F_3 / (1 + r)^3 + \dots + iR + P + F_n / (1 + r)^n.$$

3.3.2. Le coût des fonds propres :

Le coût des capitaux propres dans l'EVA est donné par le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) ou « Capital Asset Pricing Model » (CAPM), qui a été élaboré par Sharpe(1964), Lintner (1965) et Mossin (1966). Bien avant et en cherchant à faire progresser les techniques de programmation mathématique, H. Markowitz, spécialiste de la recherche opérationnelle, a contribué de façon décisive à l'élaboration de la théorie financière moderne. C'est dans un article publié en 1952 que la théorie du portefeuille a été envisagée pour la première fois dans un contexte de fonctionnement des marchés de capitaux¹¹⁴. L'auteur ayant par la suite développé ses idées dans un ouvrage publié en 1959¹¹⁵. L'apport essentiel de H. Markowitz est

¹¹⁴ MARKOWITZ Harry, « Portfolio Selection », Journal of Finance, 7(1), pp 77-91, 1952.

¹¹⁵ MARKOWITZ Harry, « Portfolio selection : efficient diversification of investment », New York, Wiley, 1959.

d'avoir pris en compte systématiquement la "co-variation" des prix de la grande majorité des actifs financiers.

L'investisseur rationnel qui cherche à maximiser l'espérance d'utilité procurée par les revenus de son portefeuille s'intéresse à la moyenne et à la variance de ce portefeuille. Cette dernière étant liée à la loi de covariance moyenne. W. Sharpe a proposé un modèle dans lequel les covariances des titres sont remplacées par la liaison du taux de rentabilité de chaque action avec un indice de marché ; ce modèle est appelé modèle de marché. Deux versions en furent proposées, l'une en 1963 connue sous le nom de modèle diagonal, l'autre améliorée proposée en 1967 et dénommée modèle linéaire.

Le modèle de marché permet de mettre en évidence le risque total de l'entreprise et notamment sa composante essentielle : le risque systématique ou risque de marché. Ce risque est égal au produit du bêta du titre par l'écart-type du taux de rentabilité du marché. Ce risque est un risque non-diversifiable car un investisseur ne peut l'éliminer, même en diversifiant son portefeuille.

Le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) est un prolongement du modèle de marché¹¹⁶. Le MEDAF est issu des travaux de W. Sharpe, mais aussi de F. Black, E. Fama, Linter et Mossin. Il décrit le processus selon lequel s'instaure un équilibre général du marché des capitaux ; celui-ci ne se limite pas à une vision macro-économique mais définit en même temps la position d'équilibre de chaque entreprise caractérisée par son espérance de rentabilité et son risque.

3.3.2. La relation entre le risque, coût des capitaux propres et MEDAF :

Calculer le coût des capitaux propres en utilisant la formule du MEDAF, qui permet d'apprécier l'exigence de rentabilité des actionnaires. Cette exigence est la

¹¹⁶ SHARPE William, « Capital Asset Prices : A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk », Journal of Finance, 19(3), pp 425-442, 1964.

résultante de risque encouru. Ce qui présente un rendement chez les actionnaires, est représenté comme un coût pour la société.

Selon le MEDAF la rentabilité d'un investisseur dans un marché est donnée comme suite :

$$R_e = \text{Taux sans risque} + \beta (\text{prime du risque du marché}).$$

Le taux sans risque :

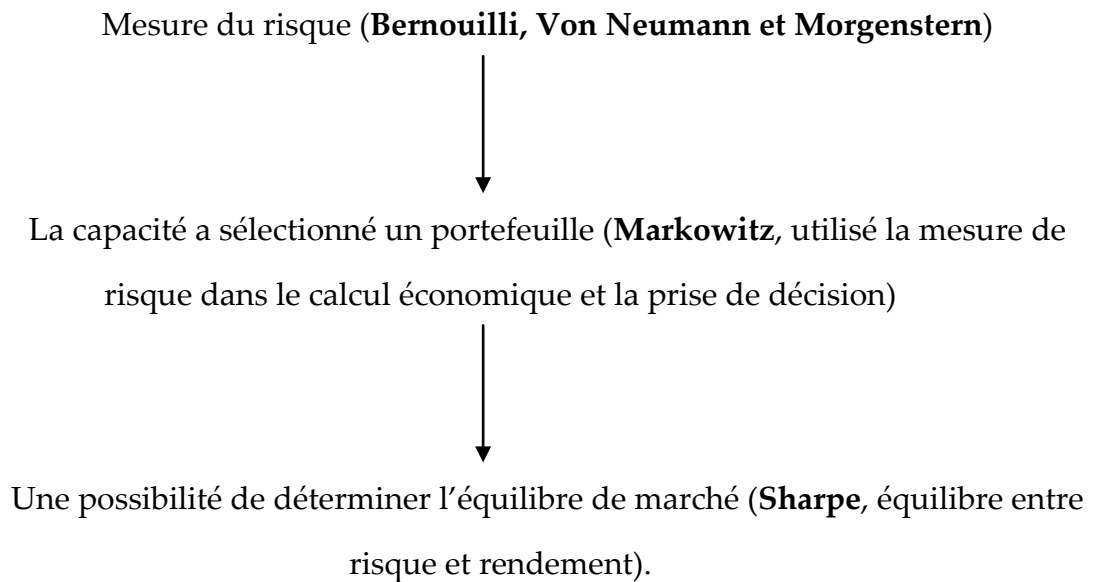
Un investissement sans risque doit rapporter le taux sans risque. Pour qu'un investissement soit sans risque, c'est-à-dire pour que son rendement observé soit égal au rendement espéré, deux conditions doivent être satisfaites : Absence de risque de défaut, et aucune incertitude sur le taux de réinvestissement. Ce qui est observable dans l'utilisation d'obligations zéro-coupon (ou les bons du trésor émis par un gouvernement).

Prime du risque du marché :

La prime de risque de marché = taux de rentabilité du portefeuille du marché - taux sans risque. La différence représente la rentabilité (donc le risque) d'un marché.

Mais c'est quoi un portefeuille du marché. C'est toute une histoire de la théorie du portefeuille qui peut ce résumé dans le schéma suivant¹¹⁷ :

¹¹⁷ GOFFIN Robert, « Principe de finance moderne », Economica, 2e édition, p73, 1999.



Tout à commencer par l'idée que la variance est vue comme mesure de risque (normalité des rendements et stabilité de la distribution) développées dans l'approche moyenne-variance pour la construction d'un portefeuille efficace. La variance d'une perspective aléatoire mesure la dispersion des observations de la perspective aléatoire par rapport à sa valeur moyenne. (Ainsi l'écart type, c'est-à-dire la racine carrée positive de la variance, est utilisée pour mesurer le degré de dispersion)¹¹⁸.

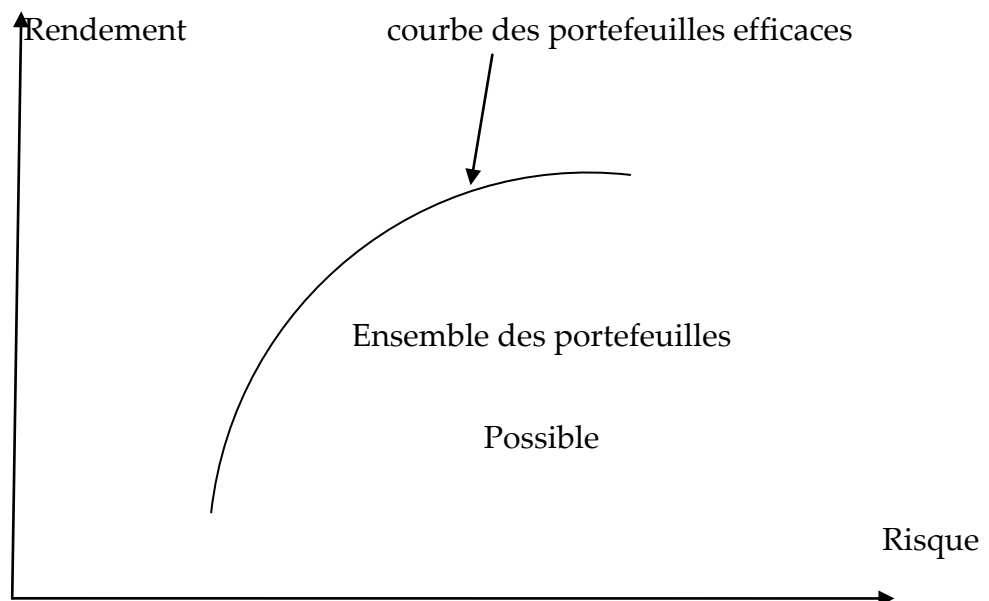
Dans la multiplicité de choix proposés à l'investisseur en termes de rentabilité et variance de portefeuille, Markowitz introduit la notion de portefeuille efficient. "Qui ne risque rien n'a rien" : pour obtenir une espérance de rentabilité plus élevée, il faut accepter un risque plus important. Le risque est l'effort nécessaire à l'obtention d'une rentabilité. Un portefeuille efficient est celui qui offre la rentabilité attendue la plus forte pour un niveau de risque donné, ou qui a le risque le plus faible pour une

¹¹⁸ GOFFIN Robert, « Ibid », p29, 1999.

rentabilité attendue donnée. L'ensemble des portefeuilles efficients de l'univers d'actifs considéré forme la Frontière Efficiente.

La popularité de la variance comme mesure du risque est due à l'acceptation très répandue du modèle moyenne-variance proposée par H. Markowitz (1952a, 1952b, 1959) dans sa célèbre théorie de la diversification du portefeuille. Il démontre qu'il est possible de constituer un portefeuille d'actifs dont le risque total est inférieur à la somme pondérée du risque des actifs qui la composent. La raison principale en est que la contribution d'un actif au risque global d'un portefeuille n'est pas égale au risque propre à cet actif mais dépend plutôt du degré de corrélation entre les variations des rendements de cet actif avec ceux des autres actifs dans le portefeuille. Par contre, l'espérance mathématique du rendement du portefeuille est la somme pondérée des rendements espérés des actifs qui la composent. D'où l'intérêt de la diversification.

Figure 5 : La frontière des portefeuilles efficients



Source : GOFFIN Robert, « Principe de finance moderne », Economica, 2e édition, p56, 1999.

Pour Sharpe (1964) et Lintner (1965), la variance du rendement d'un titre comprend deux parties: le risque diversifiable qui est spécifique à l'entreprise et le risque non diversifiable qui est lié aux facteurs affectant l'économie dans son ensemble. Le risque diversifiable pouvant être réduit, voire éliminé, par la diversification du portefeuille, le marché ne rémunère que le risque non diversifiable, qu'ils appellent aussi « le risque systématique », d'un actif ou d'un portefeuille d'actifs¹¹⁹. Si la structure du portefeuille d'un investisseur est représentative de celle de l'économie, les variations de sa valeur reflètent les fluctuations de l'économie dans son ensemble et non pas celles de telle ou telle activité spécifique. L'hypothèse de Sharpe est que les taux de rentabilité des différents titres sur le marché sont reliés entre eux par un facteur exogène exclusif commun: le rendement du portefeuille du marché. Les autres facteurs d'influence sont définis par le caractère aléatoire du taux de rentabilité d'un titre.

En supposant que la diversification ne coûte rien (en frais de transactions), la limite de la diversification consiste à détenir tous les actifs d'un marché. Ce portefeuille est appelé portefeuille de marché. L'ajustement au risque par chaque individu se fait en investissant également dans un actif sans risque. Donc tout investisseur détient une combinaison de l'actif sans risque et du portefeuille de marché. Ce qui fait que le risque associé à la détention d'une action ou le risque de tout actif est le risque additionnel par rapport au portefeuille de marché. Statistiquement, ce risque se mesure par la covariance de l'actif avec le portefeuille de marché.

$$\beta = \frac{Cov(R \text{ titre} , R \text{ marché})}{Var(R \text{ marchés})} .$$

¹¹⁹ GOFFIN Robert, « Ibid », pp 91-93, 1999.

C'est la volatilité relative de l'actif considéré par rapport au portefeuille de marché.

Rappelons que selon le MEDAF :

$$R_e = \text{Taux sans risque} + \beta (\text{prime du risque du marché}).$$

$$R_e - \text{Taux sans risque} = \beta (\text{prime du risque du marché}).$$

$$R_e - \text{Taux sans risque} = \beta (\text{Taux de rente du portefeuille du marché} - \text{Taux sans risque}).$$

$$\text{Rendement de cet actif} = \beta * \text{rendement du marché}.$$

Un bêta égale à un, signifie que l'actif à le même niveau de risque que le marché. Ainsi, le rendement de l'actif est en moyenne exactement le même que celui du marché. Un bêta plus grand que « un (1) » signifie que l'actif est davantage risqué que le marché. Ainsi, le rendement de l'actif est en moyenne plus élevé que celui du marché. Un bêta négatif signifie que le rendement de l'actif est sensible mais inversement à celui du marché. Le rendement de cet actif augmentera à mesure que le rendement du marché diminue.

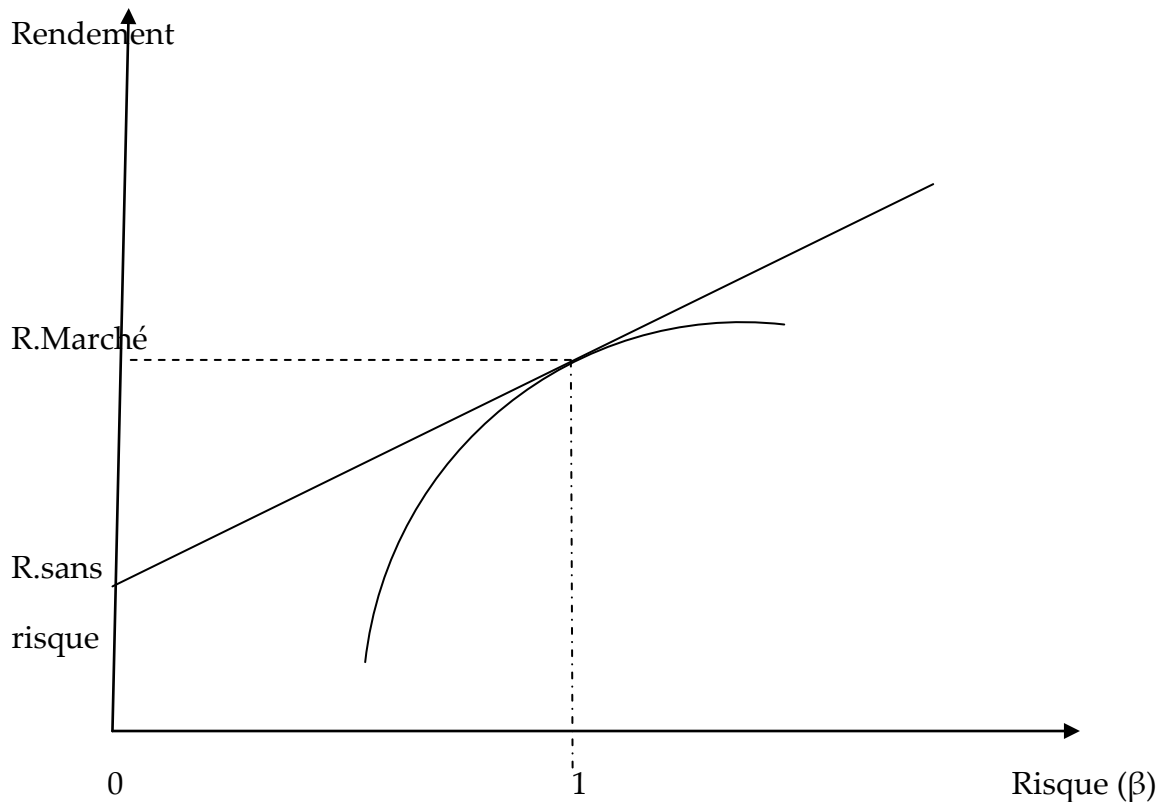
Si le bêta = 1 donc le rendement de l'actif sera égal au rendement du portefeuille du marché (Rendement de cet actif = 1 * rendement du marché).

Si le bêta = 0 donc le rendement de l'actif sera égale au taux sans risque

($R_e = \text{Taux sans risque} + 0 [\text{prime du risque du marché}]$). Cela va nous donner la droite du marché. Alors, dans un graphique donnant le rendement en fonction du risque (beta), tous les actifs se retrouveront sur une ligne à pente positive appelé la ligne des actifs du marché (security market line) qui passe par le rendement de l'actif

sans risque lorsque beta est de zéro et par le rendement du marché lorsque beta est de 1.

Figure 6 : Ajustement des prix des titres



Source: GOFFIN Robert, « Principe de finance moderne », Economica, 2e édition, p96, 1999.

Bref la prime de marché, soit la rémunération supplémentaire que les investisseurs exigent en moyenne pour compenser le risque additionnel qu'ils encourent en investissant dans des actions plutôt que dans l'actif sans risque. Ce risque peut être divisé en deux parties: le risque diversifiable qui est spécifique à l'entreprise et le risque non diversifiable qui est lié aux facteurs affectant l'économie dans son ensemble. Donc, les rendements des actifs peuvent être expliqués par leur relation avec le portefeuille de marché. Cette relation prend la forme du β qui représente la covariance entre les rendements du marché et de l'action ou du

portefeuille d'intérêt, divisé par la variance du portefeuille de marché (le rendement du marché comme exemple Indices Dow-Jones, S&P/TSX, ou autres). On peut affirmer que, pour estimer le coût des fonds propres, il faut estimer le risque systématique de l'action, c'est-à-dire le risque non diversifiable que supporte un actionnaire. Presque seul le risque encouru est rémunéré.

3.3.3 Coût moyen pondéré du capital ou Weighted Average Cost of Capital (WACC) :

Le coût moyen pondéré du capital égal à la moyenne pondérée des coûts de l'ensemble des sources de financement : Capitaux propres et dettes financières. C'est la somme du coût de chacun des composants du capital, pondérés en fonction de leur part relative dans la structure du capital de l'entreprise.

Dans le calcul des différents coûts des sources de financement mises à la disposition de l'entreprise, exprimées au passif du bilan, on ne tient pas compte des coûts des réserves, amortissements et provisions et autres sources (Abaoub, 1994). Cet auteur a montré que l'actionnaire perçoit un flux de dividendes, à l'infini incorporant toutes sortes de plus values, résultant par exemple des réserves. Par conséquent, une approximation de ces coûts, à travers les fonds propres et/ou les dettes, est souvent effectuée.

Pour le calcul de la valeur marchande de la firme, les équivalents fonds propres, les primes liées au capital et les réserves n'entrent pas dans le calcul de la valeur de marché car en principe leur valeur est reflétée dans la valeur de marché des actions ordinaires (Young, 1998).

Nous avons alors :

$$\text{CMPC} = \text{Coût des fonds propres} * \frac{\text{valeur du marchés des fonds propres}}{\text{valeur du marchés total de la société}} + \text{Coûts net}$$

$$\text{d'impôt des fonds empruntés} * \frac{\text{valeur du marchés des dettes financières}}{\text{valeur du marchés total de la société}}$$

Conclusion

L'objectif poursuivi dans ce chapitre consiste à utiliser l'indicateur EVA pour évaluer la performance de l'entreprise et analyser le rôle de sa structure du capital dans la valeur économique ajoutée. On a fini par croire que la condition essentielle pour créer de la valeur n'est pas tout simplement la réalisation des bénéfices, mais plutôt, il est nécessaire que la rentabilité des capitaux investis soit supérieure à leur coût moyen pondéré du capital. Ce qui confirme le rôle de la décision financière dans le processus de la création de la valeur.

Mais ce qui est vrai, c'est de dire que ; calculer la valeur actionnariale créée est plus facile à dire qu'à faire. D'abord les problèmes de la lecture financière de la comptabilité, où nous sommes confrontés à trois types de problème :

- Le décalage entre les flux de trésorerie et la mesure comptable des performances.
- La longueur du cycle d'investissements qui n'est pas nécessairement en harmonie avec la période d'observation
- Le traitement comptable des dépenses correspondantes à l'innovation (recherche et développement) ou à la création d'image (publicité, marketing).

Le deuxième grand problème lié à la mesure de la valeur créée provient du calcul du coût des capitaux. Le modèle comptable traditionnel évacue ce problème en considérant que les fonds propres ont un coût nul. Cette convention n'est pas soutenable économiquement. L'estimation du coût des fonds propres doit être intégrée. Le modèle dominant est actuellement le Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers. Mais ce modèle fait l'objet de nombreuses critiques, comme par exemple l'hypothèse de l'efficacité des marchés financiers. Ainsi la difficulté liée à l'estimation du bêta.

Chapitre IV : Le contexte Algérien, le cas EGH El Aurassi.

Section 1 : Le contexte Algérien :

Nous cherchons à comprendre l'état des lieux des différents facteurs importants en théorie de la structure du capital afin de bien comprendre le contexte Algérien, d'abord l'économie Algérienne et la façon dont cette économie influence le financement des sociétés. Puis une importance est donnée au système fiscal et au secteur financier Algérien. Enfin l'analyse du droit des affaires, procédures de faillite et concurrence en Algérie. On a aimé aussi jeter un œil sur les modalités et techniques d'évaluation en Algérie.

Sous Section 1 : Les retombés de l'économie Algérienne sur le financement des sociétés :

1.1. L'indépendance :

Après une conquête de l'indépendance douloureuse, les Algériens se sont attelés à transformer les structures sociales et économiques du pays héritées de la colonisation. La première tâche a été de rompre avec l'organisation sociale et économique héritée de la colonisation¹²⁰. Il fallait d'abord consolider l'Etat pour lui donner les moyens de procéder à une transformation économique:

- Récupérer les richesses nationales (hydrocarbures) ;
- Nationaliser les entreprises industrielles et le secteur bancaire ;
- Créer une monnaie nationale.

¹²⁰ GAUTIER. A, « l'Algérie, Décolonisation, Socialisme, Industrialisation », BREAL, pp 20-58,1976.

La rupture avec l'économie de marché, héritée de la période coloniale, au profit d'une politique économique égalitariste de type socialiste était la seule option recevable pour les dirigeants. Les acteurs privés coloniaux français et leur dispositif économique ne sont pas remplacés par une bourgeoisie Algérienne entrepreneuriale et des cadres administratifs et politiques capables de manier les instruments de régulation. La mise en place d'un système de planification qui sera, dès 1969, à la base de plans de développement étalés sur plusieurs années. Donc dès 1966, l'économie algérienne prenait une nouvelle direction. La préoccupation essentielle était de rompre avec tous les vestiges du colonialisme et à sa domination par les intérêts étrangers¹²¹. La construction d'une industrie de base, la réforme agraire et l'indépendance à l'égard de l'extérieur en sont les trois pivots.

Mais L'industrialisation massive et ostensible, au détriment du développement de l'agriculture qui est soumise au principe d'autogestion, doit fonder et symboliser l'indépendance du pays. La réforme agraire n'a jamais été menée à son terme¹²². Alors que l'agriculture représentait le principal poste à l'exportation de l'économie coloniale, l'Algérie indépendante s'endette pour l'importation de produits alimentaires, et subventionne le pain d'une population de plus en plus jeune, de plus en plus nombreuse et concentrée dans les grandes villes. L'objectif visé, était en plus d'un contrôle national des richesses et des moyens, est l'élévation du niveau de vie de la population en offrant le maximum de possibilités d'emplois aux algériens. Différents plans nationaux vont se succéder de 1967 à 1977.

1.2. L'économie Algérienne de la période 1986-1998 :

¹²¹ GAUTIER. A, « Ibid », pp 91-92.

¹²² BOUCHEMA Salah, « La mutation agraires en Algérie », l'Harmattan, pp 75-80, 1987.

L'histoire économique de la période 1986-1998 est celle de la transition avortée vers la démocratie et l'économie de marché, du basculement de la société algérienne dans une violence effroyable. Cette période a consacré l'impossibilité de toute réforme politique et économique et a vu le triomphe sans partage de l'immobilisme. La baisse régulière du prix du brut amorcée au mi 1985 s'accélère brutalement en 1986¹²³. Le niveau des prix atteint son plancher et dévoile brutalement les dysfonctionnements structurels de l'économie algérienne et révèle, la dépendance et la fragilité d'un système construit sur la seule performance du secteur des hydrocarbures. L'image du pays sur les places financières est sévèrement affectée, l'évaluation du risque Algérien tend à se dégrader.

➤ **Effet de la première « secousse » économique Algérienne sur le financement des entreprises (1986-1991).**

Les implications de cette appréciation détériorée se reflètent dans l'érosion régulière des crédits commerciaux garantis, relayés, défavorablement, par des crédits bancaires à court terme, ainsi que par l'accroissement des marges financières et l'altération des conditions de remboursement. La magnitude de cette première secousse est relativement atténuée par le maintien d'une certaine confiance des places financières¹²⁴. Paris et Tokyo principalement, font preuve d'un optimisme relatif dans la capacité algérienne à s'adapter et à mettre en œuvre une politique économique satisfaisante. Les crédits financiers et commerciaux sont facilement octroyés, mais en contrepartie le stock de la dette enfle rapidement et ses conditions, maturité et coût, se détériorent. Entre 1985 et 1988, la dette totale double de volume pour atteindre 26 milliards de dollars, soit trois ans d'exportations avec un service de la dette représentant 72% des exportations. Dès 1987, le poids du service de la dette s'ajoute aux autres signes structurels négatifs pour corroborer l'évidence d'une crise

¹²³ BENISSAD Hocine, « L'Algérie : Restructuration et réformes économique », OPU, pp 80-87, 1994

¹²⁴ CHARVIN Robert, GUESMI Ammar, « L'Algérie en mutation » l'Harmattan, pp 11-18, 2001.

des paiements durable. Le service de la dette dépasse, en effet, 7 milliards de dollars dès 1987 pour approcher 9 milliards de dollars en 1990.

Confrontées à la contraction dramatique des revenus externes, les banques algériennes, puis toutes les entreprises publiques, sont invitées à recourir à l'emprunt à court terme directement¹²⁵, ou via les fournisseurs, sur le marché financier international. Les autorités décident de comprimer les importations d'équipements plutôt que celles de consommation. Le résultat en est un ralentissement marqué des programmes d'investissement et l'aggravation des surcoûts financiers, influençant directement et de façon négative la croissance.

L'élément interne de stratégie repose sur l'appel excessif à la monnaie pour combler le déficit budgétaire, ce qui a pour effet mécanique d'alimenter l'inflation et d'éroder le pouvoir d'achat des revenus fixes. Sauf en matière de réduction du taux de change de près de 25% entre 1986 et 1989, le résultat global ne peut être que négatif.

Cette même année, le FMI autorise les tirages automatiques et encourage, avec les autorités françaises, les discussions pour la renégociation de la dette. De fait, l'appel massif et incontrôlé aux financements à court terme de l'économie a pour effet de réduire la durée de vie moyenne du stock de la dette, d'alourdir très substantiellement les échéances, d'accroître très fortement le coût du crédit, et, en amenant la fermeture du marché des capitaux à moyen terme, dégrader durablement le niveau de risque pays de l'Algérie¹²⁶. Ainsi Les économies budgétaires ne pouvant être que limitées au départ, le gouvernement recourt à une réforme fiscale imposant plus fortement les revenus commerciaux et ceux du capital. Ce qui ne manque pas de provoquer une levée de bouclier dans le commerce, l'immobilier et certaines activités

¹²⁵ DEBBOUB Youcef, « Le nouveau mécanisme économique en Algérie », OPU, pp 29-30, 2000.

¹²⁶ SAIBDELHADI Amar, « Les effet de l'ajustement structurelles en Algérie », Thèse de Doctorat, Université d'Oran, pp 142-189.

industrielles. Les taux d'intérêts négatifs sont relevés, mais surtout la Banque centrale laisse flotter un Dinar surévalué.

En 1991 c'est le départ d'un gouvernement réformateur ainsi l'embellie des prix pétroliers cause de la guerre du Golf permet d'engranger plus de recettes imprévues, La gestion de la dette va s'appuyer sur un train de lois allant de la libéralisation du commerce extérieur jusqu'alors monopole d'Etat, à l'autonomie de la banque centrale et création d'une bourse de valeur mobilière. Il s'agit aussi, par des mesures concrètes, de convaincre les partenaires extérieurs de la cohérence d'une démarche d'amélioration du risque pays.

L'approche globale est accompagnée de mesures visant à réduire puis à interrompre les crédits à court terme. Le recours au rééchelonnement est écarté pour les raisons suivantes : sans la transformation préalable des structures de l'économie, l'aisance financière transitoire procurée par le rééchelonnement de la dette se perd dans les circuits de la gestion bureaucratique¹²⁷.

L'annonce du rééchelonnement provoque automatiquement l'assèchement des sources de financement externe et en particulier des crédits à moyen terme pour l'investissement. De plus, le retrait automatique des couvertures de garantie des compagnies d'assurance crédit pénalise directement les investisseurs privés. Du côté des entreprises, l'existence d'un Conseil de la monnaie indépendant offrant des garanties solides à la circulation des capitaux productifs, confirme l'assouplissement de la législation en matière d'hydrocarbures en 1989, déclenche l'intérêt des partenaires habituels de l'Algérie. Les entreprises publiques, pour la plupart devenues sociétés par actions, obtiennent une grande latitude pour nouer des relations directes de partenariat en matière de travaux, d'investissements communs et d'ententes commerciales. Les banques européennes, japonaises et américaines se montrent de nouveau disposées à prendre des risques. Les activités reprennent

¹²⁷ BOUZIDI Abdelmadjid, « Les Années 90 de l'économie Algérienne », ENAG, pp 21-30, 1999.

malgré l'accroissement de la fiscalité. La dévaluation stimule la production industrielle et oriente la demande vers les productions nationales dont les capacités étaient sous-utilisées. Le début de la reprise gonfle les portefeuilles d'investissement à un moment où les chambres de commerce sont rendues aux entrepreneurs garantissant la liberté d'importations des équipements et des services.

➤ **Une deuxième secousse en 1992.**

Au lendemain de l'assassinat du Président Boudiaf en juin 1992. Le gouvernement Abdeslam est caractérisé par le retour à l'allocation administrative des ressources, la compression des importations, la reprise du commerce administré ainsi qu'à la centralisation procédurière de l'investissement privé, national ou étranger comme réponse à la crise politique. L'investissement bousculé par les changements erratiques de politique économique recule, le laxisme domine dans la gestion du secteur public, couvert par le retour à la tutelle inefficace de l'administration¹²⁸. La production régresse entre 1992 et 1993, le déficit de la balance commerciale baisse sensiblement, de 500 millions de dollars sur les deux années, à la suite de la compression des importations et de la baisse plus que proportionnelle des exportations en valeur en raison de la baisse des prix du pétrole. La balance courante accuse de ce fait un besoin de financement cumulé de 2,1 milliards de dollars de 75% inférieur à celui des années précédentes¹²⁹.

L'année 1994 est celle du changement de cap radical de la politique économique et financière gouvernementale. La disparition de toute marge de manœuvre entraîne deux gouvernements successifs, dont les ministres des finances sont des anciens collaborateurs de la Banque Mondiale, à mettre en œuvre un Programme d'ajustement Structurel (PAS) de quatre années à l'initiative totale du F.M.I. L'année 1995 s'ouvre ainsi sous des auspices favorables. Les entreprises, tant

¹²⁸ BOUZIDI Abdelmadjid, « Ibid », pp 107-115.

¹²⁹ BOUZIDI Abdelmadjid, « Ibid », pp 25-27.

dans l'investissement qu'en matière de production, reprennent confiance, persuadées que l'aisance financière retrouvée permettra de lever les obstacles à une conduite satisfaisante des chantiers et, surtout, à l'amélioration de leur trésorerie. Ces prévisions s'avèrent d'autant plus fondées que les prix du pétrole recommencent à croître dès le milieu de 1994 pour se stabiliser autour de 17,5 dollars le baril en moyenne au long de l'année. Les importations augmentent de 1 milliard de dollars, moins cependant qu'en 1994. Structurellement, le phénomène est plus préoccupant parce qu'il traduit une dynamique marquée pour les biens de consommation alimentaires et industriels. En 1998, la gestion de la dette est de nouveau modifiée sous la pression des prix pétroliers qui chutent brutalement de 30 % entre la fin de l'année et le milieu de 1998. La perte en valeur des exportations est de l'ordre de 4 milliards de dollars, auxquels il faudrait ajouter 500 millions de dollars d'augmentation des amortissements des dettes au second semestre de 1998.

1.3. En 1999 c'est l'ère du président Bouteflika¹³⁰ :

L'année 2000 a été marquée par le retour à l'équilibre macroéconomique. Cela est suivi par l'émergence de l'excès de l'épargne sur l'investissement en tant que caractéristique de l'économie algérienne au cours des années 2001-2008, porté par une amélioration notable des termes de l'échange liée à la hausse des prix des hydrocarbures sur les marchés internationaux.

En effet, l'excès de l'épargne sur l'investissement s'est accru relativement au produit intérieur brut, pour culminer à 24,7 % en 2006 contre 16,3 % en 2000. En valeur absolue, cet excès d'épargne a atteint un pic de 34,45 milliards de dollars en 2008, en pleine crise financière internationale. Bien que la chute des prix des hydrocarbures en 2009 ait engendré une forte contraction des recettes d'exportation d'hydrocarbures et le premier déficit budgétaire de la décennie, la solidité de la

¹³⁰ Voir le site de la COSOB (Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse), www.cosob.org.

position financière en tant que résultat de la gestion macroéconomique prudente des surcroûts de ressources provenant des hydrocarbures a contribué à asseoir une bonne résilience aux chocs externes.

Dès l'année 2000, l'Etat a institué une nouvelle règle d'épargne budgétaire en mettant en place le « Fonds de régulation des recettes » (FRR), un fonds de stabilisation en dinars et liquide, devant abriter tout surcroît de recettes de la fiscalité pétrolière au-delà d'un prix de référence de 19 dollars/baril. Cette même année, l'excédent budgétaire global a atteint 9,7 % du produit intérieur brut, ancrant une accumulation soutenue d'épargnes financières par l'Etat en vue de préserver la viabilité des finances publiques sur le moyen terme¹³¹. Les ressources accumulées dans le FRR ont fortement augmenté sur la période 2001-2008, les prix du pétrole brut excédant le prix de référence, en dépit de son ajustement à 37 dollars/baril en 2008. Cette démarche budgétaire prudente a constitué un support essentiel pour la relance économique à partir de 2001, à travers la mise en oeuvre d'importants programmes d'investissements publics successifs (2001-2004, 2005-2009 et 2010-2014), comportant une forte composante infrastructure. Malgré une absorption de ressources relativement importantes, liée à la mise en oeuvre de ces programmes, les ressources accumulées dans le FRR sont passées de 5,6 % du produit intérieur brut en 2000 à 24,4 % en 2005 et à 43,1 % en 2009. Ce stock d'épargnes financières est déposé à la Banque d'Algérie, dans un compte en dinars distinct du compte courant du Trésor, et fait l'objet d'un suivi particulier. Cette forme de stérilisation contribue à la stabilité monétaire et financière, d'autant que le niveau de la dette publique interne ne représente que 8,1 % par rapport au produit intérieur brut en 2009.

Sous l'angle de la nécessaire synergie entre la politique budgétaire et la politique monétaire, la Banque d'Algérie a revu le cadre de cette dernière à partir d'avril 2002 afin d'absorber l'excès de liquidité sur le marché monétaire qui est

¹³¹ BOUYACOUB Ahmed, « Essai sur la pensée économique et les politiques économique en Algérie, 1970-2006 », Thèse de Doctorat d'Etat, Université d'Oran, pp 84-90, 2007.

apparu au début de cette même année, en rupture avec la longue période de besoin de refinancement des banques. Elle veille depuis 2002 à résorber d'une manière effective l'excès de liquidité au moyen d'une conduite flexible et ordonnée des instruments indirects de la politique monétaire, à savoir les reprises de liquidité (instruments de marché), la facilité de dépôts marginale ainsi que la réserve obligatoire (instruments hors marché).

Ce cadre réglementaire de la politique monétaire a été conforté en 2009, consolidant la contribution de la politique monétaire à la stabilité financière. Par ailleurs, cette stabilité financière et, partant, la résilience aux chocs externes se sont également renforcées par l'allocation d'une partie de l'épargne budgétaire accumulée à la réduction substantielle de la dette publique externe ainsi que par le désendettement extérieur des entreprises à capacité de financement, principalement celles du secteur des hydrocarbures. Au total, la conduite de politiques macros financières prudentes ancrées sur une meilleure gestion et allocation des ressources générées par le secteur des hydrocarbures au cours de la décennie 2000 a largement contribué aux performances économiques et financières robustes, à en juger notamment par les indicateurs suivants :

Une croissance hors hydrocarbures soutenue qui a atteint le taux de 9,3 % en 2009, après un rythme se situant entre 5 % et 6,3 % pour toute la période 2002-2008, témoignant de la contribution substantielle des programmes d'investissement public à cette croissance ;

Une inflation maîtrisée, y compris en 2008, année de forte hausse des prix mondiaux des matières premières et produits alimentaires ;

Des excédents consécutifs de la balance des paiements qui ont engendré une accumulation soutenue des réserves de change (36 mois d'importations de biens et services), malgré la forte réduction de la dette extérieure à moyen et long terme dont

l'encours relativement au PIB n'est plus que de 2,8 % en 2009 contre 25,1 % du PIB en 2004 et 57,9 % en 1999 ;

Une accumulation soutenue de ressources dans le FRR (43,1 % du PIB en 2009).

L'amélioration soutenue de l'épargne intérieure depuis 2000, particulièrement dans ses composantes épargne budgétaire et épargne du secteur des hydrocarbures, a constitué l'ancrage principal au schéma de financement de l'économie au cours de la dernière décennie.

1.4. L'année 2009¹³² :

L'environnement national durant l'année 2009 a été marqué par les effets de la crise internationale d'une part et, par les mesures de sauvegarde prises par le gouvernement dans le cadre de la LFC 2009, d'autre part. A cet effet, il y a lieu de souligner d'abord que la propagation de la crise financière mondiale à la sphère de production, a impacté, au cours de l'année 2009, la demande mondiale des produits de base et les prix correspondants. Face à cela, le gouvernement algérien a pris des mesures de sauvegarde qui se sont répercutées sur le comportement de l'économie nationale au cours de l'année 2009. Ce comportement peut être appréhendé à travers l'évolution de certains indicateurs macroéconomiques et financiers.

L'Algérie a réalisé une croissance modérée de 2,1% en 2009 mais qui reste au dessus de la moyenne mondiale estimée par la BIRD à -2,2% durant l'année 2009.

Elle a exporté durant l'année écoulée, 44 milliards de dollars us, soit une baisse de l'ordre de - 45% par rapport à 2008 alors qu'elle a importé pour 39 milliards de dollars us, soit une légère baisse de - 1% par rapport à 2008. Ce qui s'est répercutée sur l'excédent de la balance commerciale qui est passé de 40 milliards de

¹³² Voir le site de la COSOB (Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse), www.cosob.org. Le rapport annuel 2009.

dollars en 2008 à 4,5 milliards de dollars en 2009, assurant ainsi seulement 112% de couverture d'importation par les exportations¹³³.

Elle a pu ainsi faire face à ces besoins d'importation pour la consommation et l'investissement grâce à ses réserves de change évaluées à 146 milliards de dollars à fin 2009 ainsi qu'à l'épargne accumulée dans le fonds de réserve estimée à 4000 milliards de dinars. Compte tenu du niveau des disponibilités du FRR et celui des réserves de change, les retombées de la crise financière internationale n'ont pas érodé la capacité de sécurisation de la dépense publique sur le moyen terme et celle relative au niveau des importations.

En effet, les équilibres macro-économiques de l'Algérie, sont assurés malgré l'effort d'investissement remarquable engagé par l'Etat avec la mise en oeuvre du plan quinquennal 2005-2009. Les importations de marchandises ont été stabilisées sous l'effet d'une baisse des flux à l'importation des biens alimentaires et non alimentaires d'une part et d'une progression des biens d'équipement d'autre part. Les évolutions par groupes de produits démontrent que les importations sont destinées aux secteurs créateurs de richesse nationale.

Quant à l'inflation, elle a été générée principalement par l'évolution des prix des produits agricoles frais locaux. Prise dans ce contexte, cela traduit les insuffisances dans la fonction de régulation du marché domestique des produits de consommation, en termes de contrôle, d'infrastructures et d'organisme de régulation du marché.

Concernant l'écart entre la dépréciation de la monnaie nationale par rapport au dollar américain et à l'euro, il démontre la dégradation de la première devise (monnaie de facturation de nos exportations) par rapport à la seconde devise

¹³³ Voir le site de la COSOB (Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse), www.cosob.org.

(monnaie de facturation de nos importations). Cette situation peut porter préjudice à la gestion de nos réserves de change.

Au plan du financement de l'économie nationale, le crédit bancaire a progressé globalement de près de 20% par rapport à 2008. Le secteur privé continue à bénéficier plus que le secteur public de ce financement.

Enfin et au plan budgétaire, l'endettement interne a, par contre, enregistré un recul par rapport aux résultats de 2008.

Sous Section 2 : Le secteur financier Algérien :

Le secteur financier est encore essentiellement public. Le secteur bancaire représente 93% des actifs du secteur financier en termes d'actif et les banques publiques détiennent plus de 90% des actifs du secteur bancaire. On compte aujourd'hui six banques publiques, axées traditionnellement sur le financement des grosses PME et entreprises publiques et de l'immobilier (pour la CNEP), et une mutuelle d'assurance agréée par les opérations de banques, 14 banques privées dont une à capital mixte, trois établissements financiers et deux sociétés de leasing. Ajouté à cela, Algérie Poste, qui n'est pas encore agréée en tant que banque postale mais qui fournit une gamme de plus en plus large de services financiers. Elle possède le premier réseau d'agences du pays avec ses 3271 guichets répartis sur les 48 wilayas. On compte une agence bancaire ou postale pour 7250 habitants. Le secteur financier se modernise très rapidement, avec depuis des années une succession de réformes juridiques, financières et technologiques¹³⁴.

Mais le nouveau rapport Doing Business 2010 de la Banque mondiale a accordé une très mauvaise note pour le marché financier national, un score de 2,8 sur 7 avec la 132ème position pour ce qui est de l'efficacité et de la sophistication du système financier algérien.

¹³⁴ Voir notamment l'interview du Ministre délégué chargé de la réforme financière, M. Karim Djoudi, dans El Watan Economie du 13 au 19 février 2006, pp. 3-4.

Sous Section 3 : La fiscalité Algérienne et théorie de la structure du capital:

3.1. Le système Fiscal Algérien :

L'Algérie est un pays qui vit une phase de transition, veillant à l'intégration économique mondiale, durant cette période s'engage dans un processus des réformes macro économiques, pour réussir l'équilibre et le développement économique. La politique fiscale se trouve parmi les instruments les plus utilisés pour orienter l'économie. La politique fiscale, englobe l'ensemble du système des prélèvements obligatoires (fiscalité ou parafiscalité), qui sert à réaliser les finalités d'une politique économique. Le système fiscal Algérien n'est qu'un héritage de la puissance coloniale française, suivie par une série de réformes, en vue de le rendre homogènes avec celui des pays développés¹³⁵.

Le système de prélèvement obligatoire Algérien se partage donc en ressource fiscale et parafiscale. Les ressources fiscales sont composées de la fiscalité pétrolière, applicable aux activités d'exploitation des hydrocarbures, et l'autre qui est la fiscalité ordinaire, relevant des prérogatives de l'administration fiscale, partagées comme suit : Contributions directes IRG et IBS ; Impôt sur les affaires TPP, TIC, TVA, produits pétroliers et importation) ; Enregistrement et timbres ; Contributions indirectes ; Produits des douanes.

Les ressources parafiscales, qui sont des prélèvements obligatoires, ouvrent droits à des prestations au futur pour des risques assurés, tel que les cotisations sociales.

3.2. Les différents produits financiers :

¹³⁵ ZITOUN Tayeb, GOLIARD François, « Droit fiscal des entreprises », 1ère édition BERTI, pp 19-21, 2007

Ils existent trois types différents de produit financier imposable : les produit financier a revenu variable, revenu fixe et la plus value de cession des valeurs mobilières.

L'imposition des produits financiers que nous allons essayer de présenter dans cette sous-section sera limitée à l'imposition au titre d'IRG et de l'IBS qui concerne d'une façon directe la théorie de la structure du capital.

3.3. Les produits des placements à revenu variable :

Les titres de placement à revenu variable sont représenté par des titres dont les quelle l'investisseur supporte un risque de perte du montant investi, en revanche il peut bénéficier d'une rémunération importante (Actions, Parts sociales). Donc tous les bénéfices ou produits qui ne sont pas mis en réserve ou incorporés au capital, les distributions non prélevées sur les bénéfices, les produits des fonds de placement, les prêts (avance ou acomptes), les rémunérations, avantages et distributions occultes.

3.4. Les produits des placements à revenu fixe :

Les revenus des créances, dépôt et cautionnement, les obligations les revenus des bons de caisse. Le régime des produits de placements à revenu fixe s'applique aux opérations dans les quelle le taux de rémunération est figé à l'origine et reste invariable ainsi qu'à toutes celles pour les quelles la référence de la rémunération est variable.

3.5. La plus value de cession de valeur mobilière :

Les gains réalisés à l'occasion d'une cession de titres peuvent prendre la forme d'une plus value, le régime fiscal Algérien exige la détermination des titre concernés ainsi que l'organisme responsable de la cession ou généralement l'auteur de la cession, et les conditions de réalisation de l'opération, pour ensuite les soumettre à

l'IRG ou l'IBS (par exemple la cession concerne l'actif immobilisé ou le patrimoine d'une personne)¹³⁶.

3.6. Les modalités d'imposition :

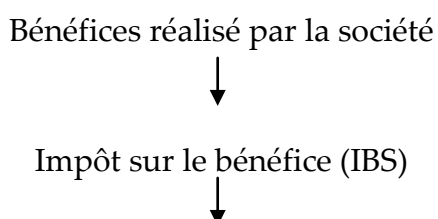
Le législateur Algérien a bien ciblé les personnes concernées par l'imposition au titre d'IRG ou d'IBS.

Le CID Algérien conditionne l'imposition au titre d'IRG à raison de l'ensemble des revenus, y compris les revenus des capitaux mobiliers pour toute personne possédant en Algérie son Domicile Fiscal. Ainsi les personnes de nationalité Algérienne ou étrangère ayant ou non leur domicile fiscal en Algérie et recueillent des bénéfices ou revenus dont l'imposition est attribuée à l'Algérie en vertu d'une convention fiscale conclue avec d'autre pays. En ce qui concerne les personnes morales, le principe de la territorialité de l'impôt est toujours respecté car l'IBS frappe tous les bénéfices réalisés en Algérie. Ainsi les bénéfices des entreprises qui sans posséder en Algérie d'établissement ou de représentant désignés y pratiquent néanmoins directement ou indirectement une activité se traduisant par un cycle complet d'opérations commerciales.

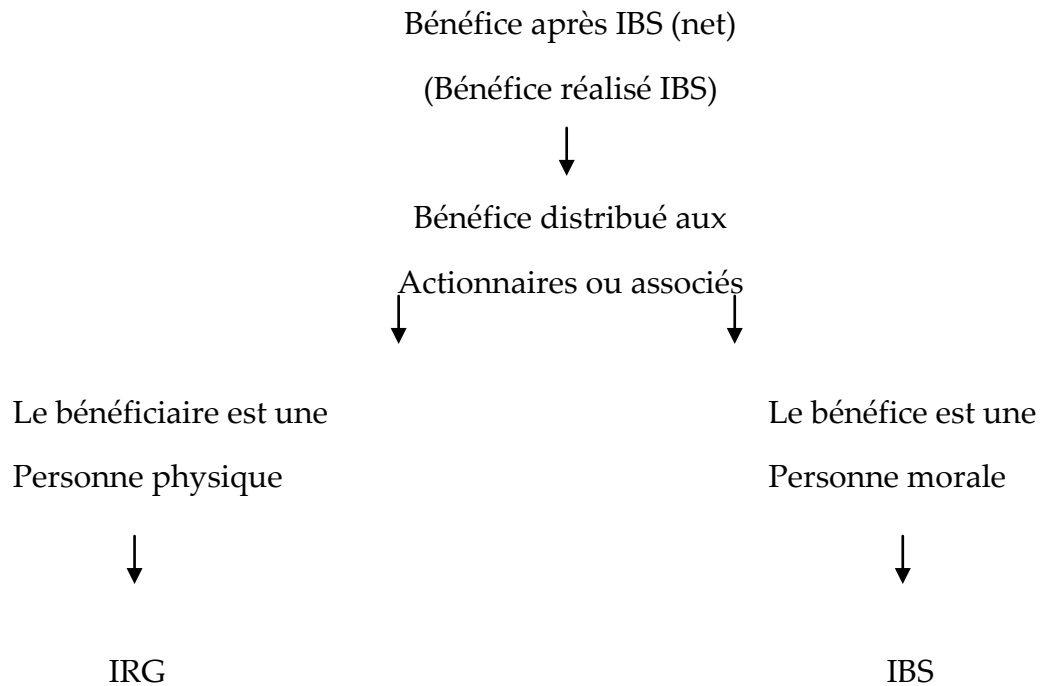
3.7. La double taxation de Miller (1977) et le cas Algérien :

Les bénéfices des sociétés supportent une double taxation résultant de la distinction faite par la loi entre :

La réalisation, de ces bénéfices et la distribution effective aux actionnaires ou associés.



¹³⁶ Code des impôts.



3.8. LE CHAMP D'APPLICATION DE L'IMPOT SUR LES BENEFICES DES SOCIETES ALGERIENNE¹³⁷:

La législation fiscale algérienne reconnaît un régime fiscal propre aux sociétés qui disposent d'une personnalité juridique distincte de celle de ses membres. En effet, celles-ci disposant d'une autonomie patrimoniale sont passibles d'un impôt particulier en l'occurrence l'impôt sur les bénéfices des sociétés. Toutefois, le champ d'application de cet impôt est influencé par certains éléments se rapportant aux facteurs ci-après :

Aux sociétés imposables ;

Aux règles de territorialité ;

Aux règles particulières prévoyant des régimes dérogatoires.

3.8.1. Les sociétés imposables

Malgré le terme générique de l'impôt sur les bénéfices des sociétés, il n'en demeure pas moins que certaines de ces entités y sont obligatoirement soumises,

¹³⁷ SAID Benaïssa, « Fiscalité, parafiscalité, assiette et tarif », Alger, 3ème édition, 2007.

tandis que, d'autre ne le sont que par leur volonté en se plaçant sous ce régime d'imposition si elles estiment que ce régime leur procure un certain intérêt. Une troisième catégorie de sociétés demeure toutefois exclue. Cette exclusion peut être temporaire. Parfois, elle peut être illimitée dans le temps.

3.8.1.1. Les sociétés obligatoirement imposables

Les sociétés sont imposables en principe à l'impôt sur les bénéfices des sociétés de par même leur statut juridique. Parallèlement, cet impôt trouve également son application lors qu'une personne réalise des opérations énuméré à l'article 123 du CID Il s'agit conformément à l'article 136 du code des impôts directs :

1- Des sociétés de capitaux telles qu'elles sont reconnues par le code du commerce à l'exclusion donc des sociétés civiles, de sociétés de personnes, des sociétés de participations, et des organismes de placement collectifs en valeur mobilière (sociétés d'investissement à capital variable et les fonds communs de placement).

Ces deniers, SICAV ET F.C.P sont exclus expressément par l'article 136 du C.I.D qui les considère hors champs d'application de l'impôt sur les bénéfices des sociétés.

Des organismes et établissement publics à caractère industriel et commercial (IPIC).

Dans ce cadre, relève de l'impôt sur les bénéfices des sociétés les entreprises publiques économiques, les entreprises non autonomes, les holdings ainsi que tous les organismes publics quels que soit leurs formes à condition d'une part qu'ils aient le caractère industriel et commercial, et que d'autre part, soient régies par les règles du code de commerce.

Des coopératives agricoles et leurs unions mises à part celles exonérées expressément.

3.8.1.2. Suivant la nature de l'activité exercée :

Parfois, certaines activités, en raison de leur nature même Impliquent l'assujettissement de la personne qui les réalisent à l'IBS et ce quelle que soit la forme de la société. Ces opérations sont réputées comme étant commerciales. (Article 134 du C.I D). Il s'agit, dans ce cadre, des sociétés :

- Qui se livrent à des opérations d'intermédiaire par l'achat ou la vente des immeubles ou de fonds de commerce ou qui, habituellement, achètent en leur nom les mêmes biens en vue de les vendre.

Il est à préciser qu'aux termes des dispositions de l'article 2 du code de commerce, est réputé comme acte de commerce

- Toute opération d'intermédiation pour l'achat ou la vente d'immeubles de fonds de commerce, de valeurs mobilières.... Etc. il s'agit dans ces cas d'acte de commerce de par leur objet.

- Qui, bénéficie d'une promesse unilatérale de vente portant sur un immeuble, cèdent à leur diligence, lors de la vente de cet immeuble par fraction ou par lot le bénéfice de cette promesse de vente, aux acquéreurs de chaque fraction ou lot.

- Qui donne en location un établissement commercial ou industriel muni du mobilier ou du matériel nécessaire à son exploitation, que la location comprenne ou non, tout ou partie, des éléments incorporels du fond de commerce ou d'industrie. Les locations non meublées constituent un acte civil sauf si elles sont réalisées par des sociétés ;

- Qui exerce l'activité d'adjudicataire, concessionnaires et fermage de droit commun ;

- Qui tirent des profits d'activités avicoles et cuniculicoles lorsqu'elles ont un caractère industriel.

- Qui réalisent des produits provenant de l'exploitation de lacs salés marais salants.

3.8.2. Les sociétés imposables par option :

Pour assurer le même traitement au plan fiscal au titre de l'imposition des résultats, le législateur autorise les personnes ou sociétés qui ne relèvent pas de l'I.B.S à opter pour le régime d'imposition des sociétés de capitaux, Cette option est reconnue aux :

Sociétés en nom collectif (SNC) ;

Sociétés en commandite simple ;

Sociétés en participation ;

Sociétés civiles qui ne sont pas constituées sous la forme de sociétés par action.

En cas d'option, celle-ci sera irrévocable pendant toute la durée de vie de l'établissement. Dès lors, il sera fait application des règles régissant l'I.B.S.

3.8.2.1. Les règles de territorialité :

Les règles de territorialité du droit commun fixent les conditions d'imposition à l'IBS d'un profit suivant son caractère (habituel ou occasionnel) ou sa source (national ou étranger).

Ces règles comportent parfois des dérogations et exceptions résultant de l'application de dispositions conventionnelles (conventions portant élimination de la double imposition ou autre des dispositions fiscales). Celles-ci se trouvent à s'appliquer même lorsqu'elles dérogent aux règles internes.

Bénéfices nationaux et non mondiaux :

Suivant les dispositions de l'article 137 du CID, seuls les bénéfices ayant pris naissance en Algérie et réalisés par des entreprises exploitées en Algérie ou toute autre exploitation d'affaire est imposable à l'impôt sur les bénéfices des sociétés.

Dés lors, les bénéfices de source étrangère sont exclus du champ d'application de l'IBIS ce qui est à l'inverse de l'IRG à l'exception des cas des bénéfices dont l'imposition est attribuée à l'Algérie par une disposition conventionnelle.

Ainsi sont considérés comme revenus réalisés en Algérie :

- les bénéfices dégagés par un établissement stable situé en Algérie ou toute installation fixe d'affaire jouissant d'une autonomie de fait ou de droit réalisant une opération avec contrepartie à caractère industriel ou commercial :

Cet établissement stable peut prendre n'importe quelle forme (chantier, bureau, local.....etc.) à la condition de réaliser des cycles commerciaux complet donnant lieu à rémunération ;

-Les bénéfices des entreprises réalisant des opérations par le biais d'intermédiaire ;

-Les bénéfices des entreprises qui, même en absence d'établissement ou d'intermédiaire, réalisant un cycle complet d'opérations commerciales.

Bénéfices résultant d'opérations habituelles et non exceptionnelles :

Seuls sont passibles de l'IBIS, les revenus et profits tirés de l'exercice d'une activité habituelle.

C'est ainsi que tout profit occasionnel ou exceptionnel ne peut être recherché en paiement de l'impôt.

3.8.3. Les exemptions :

Par fois, les sociétés peuvent être exemptées du paiement de l'impôt sur les bénéfices des sociétés quoiqu'elles relèvent valablement du champ d'application et ce pour des considérations souvent économiques, culturelles ou sociales.

Ces exonérations sont par fois permanentes. D'autres fois elles sont limitées dans le temps.

3.8.3.1.Exonérations permanentes :

Peuvent bénéficier d'une exonération permanente

Les caisses de mutualité agricoles au titre des opérations de banques et d'assurances réalisées exclusivement avec leurs sociétaires. Pour les opérations d'assurance l'exonération avait déjà été rétablie par la loi de finances pour 1996 ;

- Les coopératives agricoles d'approvisionnement et d'achat, ainsi que leurs unions bénéficiant d'un agrément délivré par les services habilités du ministère de l'agriculture et fonctionnant conformément aux dispositions légales et réglementaires qui les régissent.

Cette exonération est applicable aux opérations réalisées par les coopératives de céréales et leurs unions avec l'office algérien interprofessionnelles céréales relatives à l'achat, la vente, la transformation ou le transport de céréales avec d'autres coopératives.

Les bénéfices réalisés par les entreprises de navigation maritime ou aériens établis à l'étranger provenant de l'exploitation de navires ou d'aéronefs en Algérie (parcours international) sous réserve d'application des règles de réciprocité à l'égard de navires et aéronefs portant pavillon algérien ;

Les coopératives de consommation des entreprises et organismes publics ;

Les recettes réalisées par les troupes et groupements théâtraux ;

Les entreprises relevant des associations de personnes handicapées agréent ainsi que les structures qui en dépendent.

3.8.4. Exemptions temporaires :

Certaines dispositions du droit commun ou dispositions légales particulières accordent une exonération limitée dans le temps.

Ces exemptions bénéficient aux :

Entreprises touristiques créées par les promoteurs nationaux ou étrangers à l'exception des agences de voyages et de tourisme pour une durée de 10 ans ;

Les bénéfices tirés de l'exploitation de biens et services, cette exemption est limitée dans le temps pour une durée de cinq ans et ce à partir de 1996 à l'exclusion des services portant sur le transport maritime, terrestre, et aérien ainsi que les opérations d'assurance et banque.

Cette exonération n'est admise qu'à condition que l'entreprise procède au réinvestissement de ce bénéfice et ce dans les conditions prévues à l'article 142 du CID.

- Les bénéfices et revenus réalisés par les entreprises ou sociétés disposant d'un agrément de l'agence de promotion et de suivie des investissements et dont la durée est fonction d'un certain nombre de critères économiques et financières (montant de l'investissement, apport personnels, emplacement de l'investissement, nombres d'emplois créés.... Etc.).

- Les bénéfices réalisés par les jeunes promoteurs dans le cadre du dispositif de l'emploi des jeunes à condition d'être éligibles à l'aide du «fonds national de soutien à l'emploi de jeunes » ANSEG. La durée d'exonération est de trois ans. Elle

peut être portée à 6 ans, lorsque l'activité projetée est localisée dans une zone à promouvoir.

Sous-section 4 : Droit des affaires, faillite et concurrence en Algérie.

L'Algérie s'est engagée dans une politique de réforme visant à mettre en place les instruments nécessaires au fonctionnement d'une économie de marché. Cette politique entamée depuis le début des années quatre-vingt dix s'est, entre autres aspects, concrétisée par l'adoption de lois et règlements qui auraient le potentiel de faciliter l'entrée dans et la sortie du monde des affaires, et assurer toute la sécurité nécessaire aux transactions économiques et financières. Une telle politique ne peut réussir que si le respect de la volonté des opérateurs économiques et des forces du marché est respecté et sanctionnée par des lois claires et une justice vigilante et efficace¹³⁸.

4.1. LE DROIT DES AFFAIRES

constitué d'un très vaste ensemble de textes juridiques qui relèvent du droit commercial, du droit civil, du droit fiscal, du droit pénal, du droit foncier, du droit des finances, voire du droit administratif si l'on considère la question des concessions et des relations entre l'État et la sphère commerciale.

4.1.1. La Création des Entreprises :

le rapport annuel de la Banque Mondiale intitulé « La pratique des affaires : comprendre les réglementations », portant sur les règles et mécanismes gouvernant

¹³⁸ ABDELADIM Leïla, « Les privatisations d'entreprises publiques dans les pays du Maghreb. Etude juridique », Les Editions Internationales, 1998.

le monde des affaires dans le monde, montre que l'Algérie fait partie des pays où le cadre juridique et réglementaire reste encore contraignant pour les entreprises désireuses d'investir et ceci sur des questions aussi différentes que celles relatives à l'obtention des autorisations nécessaires pour commencer une activité, les conditions juridiques de recrutement des employés et ouvriers, obtenir un crédit ou des informations sur le crédit des partenaires, obtenir une décision de justice ou régler un problème de faillite. Le processus de création des sociétés privées, notamment les Sociétés Par Actions (SPA), est lourd et entraîne l'intervention d'une multitude d'intervenants (notaire, autorités fiscales, registre du commerce) avec au moins 18 procédures bureaucratiques et juridiques pour constituer et enregistrer une entreprise. Ceci allonge les délais et complique souvent la tâche des fondateurs.

La «société à responsabilité limitée » (SARL) reste la forme la plus répandue en Algérie. La SARL est plus une société de personnes qu'une société de capitaux. La SARL peut être gérée par un «gérant majoritaire» ou par un «gérant minoritaire ». La volonté des associés est importante dans la SARL. Cependant, il faut noter que depuis l'introduction de l'Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée (EURL) dans le droit commercial algérien, cette forme de société (avec un seul actionnaire et une responsabilité limitée) tend à devenir la forme dominante dans les nouvelles entreprises créées promise à une grande expansion quantitative.

4.1.2. Le Fonctionnement des entreprises :

Dans ce cadre, il est important d'aller au delà des questions d'organisation et de fonctionnement des sociétés au sens traditionnel des termes, et inclure des règles claires en matière de respect des droits de propriété, de publicité sur tous les aspects de la vie de la société, comptabilité et finance, et contrôle des activités. La mise en œuvre des principes de bonne gouvernance et leur contrôle est un moyen efficace pour favoriser l'accès des entreprises aux diverses sources de financement et une garantie pour les investisseurs, Il est admis dans le droit commercial moderne que les

finances et la comptabilité d'une entreprise piliers du fonctionnement de l'entreprise sont des éléments importants dans le développement de l'entreprise et son accès aux ressources financières du marché.

La comptabilité des entreprises commerciales est soumise à des contrôles précis, notamment par le commissariat aux comptes et à travers les audits. Mais pour bien comprendre la portée des contrôles qui s'appliquent aux sociétés, il est important de faire le point sur la pratique de la comptabilité selon le droit Algérien. Le principe de bonne gouvernance des sociétés implique toujours l'existence d'une comptabilité fiable et accessible aux différents intervenants sur le marché¹³⁹.

La pratique de la comptabilité selon les disposition de l'ordonnance 75-35 portant Plan Comptable National (PCN) révèle quelques incohérences qu'il faut corriger même si l'arrêté du 23 Juin 1975 relatif à la mise en œuvre du PCN contient l'essentiel des dispositions relatives à la comptabilité d'une entreprise dans le cadre d'une économie de marché y compris des recommandations de contrôle interne, de prise d'inventaire des éléments d'actif.

Le principe de prudence a été prévu, notamment avec les provisions pour dépréciation ainsi que les amortissements. Ceci est également corroboré par les dispositions du code de commerce qui met en garde contre les procédés de différé d'amortissement au prétexte que la société a accusé un déficit. Cependant, ces principes qui ont été énoncés dans une période d'économie planifiée, fortement administrée par l'Etat, n'ont pas fait l'objet d'une application régulière notamment du fait que les institutions de la réglementation comptable n'ont pas exercé leur rôle de tuteur. L'organisation de l'économie n'a pas permis au PCN de mettre en œuvre le système d'information tel qu'il a été prévu. Les autorités de contrôle n'ont jamais montré une réelle préoccupation concernant la reddition régulière et sincère des comptes des entreprises au sens que leur assigne le PCN.

¹³⁹ ADDA J, « La mondialisation de l'économie » Tomes 2, Casbah Editions, Alger, pp 97-110 1998.

4.1.3 La concurrence :

Un régime juridique adéquat de la concurrence est essentiel pour le fonctionnement d'une économie de marché. L'ouverture de l'économie algérienne sur son environnement régional et international, par la future adhésion à l'OMC et la mise en œuvre des accords d'association avec l'Union Européenne et de libre-échange avec d'autres pays, a imposé une harmonisation du régime juridique de la concurrence.

Le régime de la concurrence est régi par l'ordonnance 03-03 du 19 Juillet 2003. Les principes régissant la libre concurrence sont au nombre de trois : la liberté des prix ; l'annonce des pratiques prohibées ; et le contrôle des concentrations économiques. Le cadre juridique applicable au respect des règles de la concurrence intègre aussi de nouvelles pratiques restrictives telles que l'abus de dépendance économique, la constitution de monopoles à l'importation et la vente à des prix abusivement bas. Cependant la loi laisse ouverte la possibilité de dérogations que l'Etat pourrait octroyer dans « l'intérêt général économique ».

En cela, la législation ne fait que s'assurer que la transition d'une économie « administrée » à une économie de marché se fasse sans trop d'impacts négatifs sur le pouvoir d'achat des citoyens et sur les entreprises nationales.

4.1.4. Les Sûretés :

La sécurité des transactions commerciales est vitale dans tout processus de développement économique. Les sûretés ont un rôle essentiel dans toute économie libérale moderne. Le droit algérien est relativement développé en matière de sûretés pour les créances contractées dans le monde des affaires. En effet, telles que définies en droit algérien, les sûretés sont des techniques juridiques destinées à assurer le règlement des créances pour le cas où le débiteur ne disposerait pas de biens d'une valeur suffisante pour désintéresser l'ensemble de ses créanciers. Les sûretés peuvent

porter sur des biens meubles et sur des créances, comme sur des biens ou des droits immobiliers. Le code civil consacre le livre IV aux droits réels accessoires ou sûretés réelles; il distingue: l'hypothèque, le gage, le droit d'affectation, le nantissement, et les privilèges qui permettent de répondre facilement aux besoins en garantie d'opérations simples et courantes. Le régime des sûretés est cependant complexe en Algérie du fait de: la relative complexité intrinsèque des règles relatives aux sûretés, notamment celles relatives à l'enregistrement et la publicité

4.1.5. La faillite :

La faillite en Algérie est régie par le Code de Commerce dont le Livre III est intitulé : «Des faillites et règlements judiciaires de la réhabilitation et des banqueroutes et autres infractions en matière de faillite », tel qu'amendé par le décret législatif n°93-08 du 25 avril 1993 modifiant et complétant l'ordonnance n° 75-59 du 26 septembre 1975 portant code de commerce. L'Algérie dispose d'un régime juridique de la faillite qui est inspiré des principes suivants: la prévention et règlement amiable des difficultés des entreprises ; le redressement sous contrôle judiciaire et la liquidation judiciaires des entreprises comme dernier recours.

Ainsi donc, le législateur veut à travers la première mesure mettre en place les moyens de détection préventive des difficultés que traversent les entreprises et leur résolution amiable. Quant à la seconde et troisième, elles organisent la mise en faillite de l'entreprise d'une manière ordonnée qui s'ouvre par une période d'observation des perspectives de l'entreprise, puis par la définition d'un plan de redressement pour organiser la continuation ou la cession de l'activité de l'entreprise ou bien, dans l'hypothèse où aucune possibilité de redressement n'est envisageable, la mise en liquidation judiciaire de l'entreprise.

Le dispositif actuel (articles 215-338 du code de commerce), doit cependant prendre en charge le fait qu'un nombre important de cessations de paiement,

notamment dans le secteur public, ne peut pas se traduire quasi-systématiquement par une liquidation. Le code de commerce malgré son amendement dans le sens justement de son application à toutes les entreprises y compris les entreprises publiques n'a pas eu d'application du fait de la pratique administrative qui l'a vidé de son sens en soumettant de nombreuses entreprises publiques à une procédure de dissolution administrative, contestée dans le monde du travail.

D'un autre côté, la communauté des affaires en Algérie n'est pas encore habituée à l'usage des mécanismes de traitement des entreprises en difficulté et de la mise en règlement judiciaire des entreprises. Il est, par exemple intéressant, de noter que le Code de Commerce prévoit la désignation de « juge-commissaire » au début de chaque année judiciaire dans chaque tribunal pour «surveiller et contrôler » les opérations et la gestion de la faillite et de règlement judiciaire. Ce juge-commissaire est désigné chaque année par ordonnance de la Cour dont dépend le tribunal.

Le « juge-commissaire » qui sera chargé du contentieux des entreprises en difficulté est un juge « généraliste » dont souvent le rôle se limite à désigner un «syndic administrateur judiciaire » qui sera en charge de la mise en œuvre des procédures judiciaires décidées par le juge dans une première étape (redressement judiciaire) avant de fournir au juge les moyens de décider de la mise en faillite éventuelle de l'entreprise, Les ingrédients modernes du traitement amiable des entreprises en difficulté sont possibles sous le droit algérien : définition des critères de ou des acteurs dans le déclenchement des procédures d'alerte, mise en œuvre des procédures d'alerte par les commissaires aux comptes, le comité d'entreprise, ou le président du tribunal; résolution des difficultés de l'entreprise par un règlement amiable.

Mais lorsque ces ingrédients ne produisent pas l'effet recherché, un traitement judiciaire est alors mis en œuvre par l'ouverture d'une procédure collective d'évaluation de la situation de l'entreprise, d'analyse des options et enfin des

sanctions possibles. Cependant, il faut noter que le droit des procédures collectives est un droit éminemment conflictuel mettant en jeu des intérêts nombreux et difficilement conciliables auxquels juge-commissaires et syndic administrateurs judiciaires doivent être bien préparés. En effet, ce droit comporte une dimension de droit public puisque les vrais remèdes relèvent de la politique économique à laquelle juge commissaires et syndic -administrateurs judiciaires n'est pas toujours bien préparés. En plus des aspects spécifiques mentionnés plus haut il existe d'autres contraintes qui empêchent une application régulière du droit aux entreprises en difficulté. Il s'agit: de la complexité et lenteur des procédures qui offrent des occasions inutiles d'entraver le recouvrement des créances, du maintien artificiel et réévaluation des fonds propres des banques et entreprises publiques, et du manque de spécialisation des juges et de la faiblesse de l'expertise nationale en matière de professionnels en liquidation et la gestion des séquestres.

Sous Section 5 : Evaluation des entreprise et mesure de la valeur créée en Algérie :

Dans le domaine de l'ingénierie financière on peut dire que l'Algérie est mal classé, les banque algérienne ne sont pas encor habituer a des opérations d'évaluation d'entreprises en fait appel a des cabinets national, privés ou international comme ce fait le cas de l'OTA. Les sociétés Algérienne n'utilisent pas les mesures de création de valeur comme EVA ou MVA, a cause du contexte de transition vers l'économie de marché qui rend plus complexe l'utilisation des ces méthodes standards d'évaluation présentées aux chapitres précédents.

Les sociétés Algériennes recours aux méthodes purement comptables ou économiques, pour mesuré la valeur voir la richesse créée dans un exercice¹⁴⁰.

¹⁴⁰ GLIZ Abdelkader, « valeur de l'entreprise et méthode de privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché », Thèse de Doctorat d'Etat, Université d'Alger, pp 122-129, 2001.

5.1. Les obstacles de l'évaluation en Algérie :

5.1.1. Faible visibilité des perspectives de l'entreprise :

L'une des principales difficultés de l'évaluation réside dans la complexité de la prévision des cash-flows futurs. Cette difficulté est encore plus grande lorsqu'il s'agit d'une entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché. Il existe, en effet une période de rupture dans les séries statistiques des entreprises qui rendent faible la visibilité de l'entreprise. De ce fait, les séries statistiques existantes est d'un apport limité à la prévision. La période de rupture dans l'information de l'entreprise a pour origine le bouleversement introduit dans le fonctionnement macro-économique. La libération des prix et du commerce extérieur peut modifier la position concurrentielle de l'entreprise de sorte que la performance passée en peut plus être une référence fiable pour la prévision de la performance future. Cependant, au fur et à mesure que s'éloigne cette période de rupture, les résultats financiers deviennent plus pertinents, ce qui rend de moins en moins problématique l'évaluation¹⁴¹.

5.1.2. Fiabilité de l'information comptable :

La détermination de la valeur patrimoniale rencontre souvent le problème de la fiabilité de l'information comptable des entreprises, difficulté apparue chez tous les pays en transition vers l'économie de marché. La conception des règles comptables de ces pays n'a pas obéit à des principes facilitant l'évaluation financière. Les états comptables dressés par les entreprises étaient destinés plus particulièrement à un usage interne et au contrôle de la planification. De plus, la valeur marchande des éléments constitutifs du patrimoine de l'entreprise diffère souvent de la valeur aux livres et les risques possibles peuvent être insuffisamment provisionnés¹⁴².

¹⁴¹ GLIZ Abdelkader, « Op. cite », p 122, 2001.

¹⁴² GLIZ Abdelkader, « Ibid »,p 123 , 2001.

5.1.3. Le risque institutionnel :

La mesure du risque pays est une des difficultés de l'évaluation dans les pays en transition. Il y a lieu dans ce cas d'envisager l'utilisation d'approches approximatives. Par exemple, le risque pays peut être dérivé à partir des coefficients de risque qu'on attribue aux émissions obligataires ou à partir du marché secondaire de la dette extérieure des pays en développement.

5.1.4. Le marché financier Algérien :

La faiblesse du marché financier entraîne des problèmes en matière d'évaluation comme la difficulté d'apprécier le risque spécifique de l'entreprise pour le calcul du taux d'actualisation ; L'impossibilité de constitution d'un échantillon d'entreprises cotées pour l'application des méthodes comparatives ou est-ce que le prix reflète tout l'information existante dans le marché¹⁴³.

¹⁴³ GLIZ Abdelkader, « Ibid »,p 125 , 2001.

Section III : Le Cas EGH EL-AURASSI.

On cherche à comprendre la politique de financement suivie par l'Hôtel, en basant sur l'analyse de ses choix de financement et en gardant l'œil sur l'apport de la théorie de la structure du capital. Pour cela nous avons choisi une période phare dans l'histoire de la société, l'ouverture de son capital en publiant des actions ordinaires cotées dans un marché financier Algérien qui est la bourse d'Alger.

On va essayer de comprendre ce choix, d'analyser la situation antérieure de la société, et de trouver des explications dans la théorie de la structure du capital.

Nos investigations empiriques sont constituées de quatre blocs, dans un premier temps en présente les tableaux de bases de ses exercices. En suite on a cherché à comprendre le financement de l'Aurassi (notamment les différents ratios d'endettement). Et en fin expliquer la politique de financement en basant sur l'apport de la théorie de la structure du capital.

Présentation de l'entreprise¹⁴⁴ :

Historique :

L'établissement, classé hôtel cinq (05) étoiles, a été inauguré et ouvert à la clientèle le 2 mai 1975, faisant partie du patrimoine des entreprises nationales SONATOUR, puis ALTOUR et enfin ONCC (Office national des congrès et conférences). En 1983, et à la faveur d'une restructuration organique, l'hôtel est érigé en entreprise socialiste. Le 12 février 1991, l'hôtel change de statut juridique et passe en la forme d'entreprise publique économique, société par actions au capital social de 40 millions de dinars. Ce capital est matérialisé par 400 actions d'une valeur nominale de 100 000 DA chacune, détenu par :

Le Fonds de Participation Services : 40%

Le Fonds de Participation Industries Diverses : 30%

Le Fonds de Participation Construction : 30%

¹⁴⁴ Cellule de bourse de L'EGH EL AURASSI.

En vertu de l'ordonnance n° 95-25 relatives à la gestion des capitaux marchands de l'Etat, les actions de l'hôtel ont été intégralement transférées au profit du Holding Public Services. En 1995, dans un souci de renforcement de la capacité financière (surface nette comptable) de l'hôtel, une augmentation du capital par incorporation de l'écart de réévaluation a été décidée par l'actionnaire unique qu'était le Holding Public Services. Cette recapitalisation interne a permis au capital social de passer de 40 millions de dinars à 1,5 milliard de dinars, par émission de 14 600 actions gratuites d'une valeur nominale de 100 000 DA au profit de l'actionnaire unique qu'est actuellement la Société de Gestion des Participations de l'Etat, Tourisme et Hôtellerie. Par ailleurs, et conformément aux orientations des pouvoirs publics, tendant à un désengagement total de l'état à travers les différents textes législatifs et réglementaires, portant sur la privatisation totale ou partielle, l'entreprise El Aurassi, a été retenue en février 1998, par décision du conseil national des participations de l'état, pour son introduction en bourse à hauteur de 20 % du capital social à diffuser vers le public. A ce titre, une notice d'information avait été élaborée, et un plan de communication engagé du 15 juin au 15 juillet 1999, dans le cadre de l'offre publique de vente de l'hôtel El Aurassi.

Par décision de la COSOB, organe de contrôle et de surveillance de la bourse, le titre El Aurassi a été coté en bourse à partir du 14 février 2000, avec un prix d'introduction et d'émission fixé à 400 DA, l'action, la valeur faciale étant de 250,00 DA l'action.

Organigramme :

Entreprise Publique Economique de gestion de l'hôtel El Aurassi Société par actions au capital de : 1 500 000 000 DA détenu à 80% par l'état et 20% par les petits porteurs. Siège social : 2 Bd Frantz-Fanon – Les Tagarins – Alger.

Direction Générale

- Cellule Informatique
Ingénieurs en Informatique
- Secrétariat Direction Générale

Bureau d'ordre

- Audit Interne
- Service hygiène et sécurité
 - Agents de prévention
 - Surveillants
 - Entretien
 - Espaces verts
- Contentieux

Direction de l'Hébergement

- Conciergerie
- Business -Center
- Standard
- Réception
- Caisse – réception
- Etages
- Lingerie
- Bureau aéroport

Direction de la Restauration

- Restaurant de la Baie
- Restaurant Coffee-Shop
- Restaurant de la Piscine
- Barbecue
- Room Service
- Cuisine Centrale
- Cuisine de la Piscine
- Cuisine Coffee-Shop
- Brigade Petit Déjeuner

- Bar de la Baie
- Bar 3^{ème}
- Bar de la Piscine
- Salon de Dégustation
- Mise en place

Direction Commerciale

Direction du Personnel et des Moyens

- Sce Gestion du personnel
- Sce OEuvres Sociales
- Parc Auto
- Salle des archives
- Formation

Direction des Finances et de la Comptabilité

- Sce Recouvrement & Facturation
- Sce Comptabilité Générale
- Caisse principale
- Cellule contrôle
- Cellule bourse

Direction des Equipements et de la Maintenance

- Equipements
 - Gestion Administrative des investissements
 - Magasin / Equipement
- Maintenance
 - Chaufferie
 - Maçonnerie / peinture
 - Electricité

Plomberie

Sonorisation

Téléphone

Tapiserie / Menuiserie

Froid / électroménager

Ascenseurs

Direction des Approvisionnements

- Economat
- Papeterie
- SCE Approvisionnement
- Magasin Technique
- Stocks Communs
- Stocks Economat
- Boucherie

Réglementation :

Le secteur du tourisme est régi essentiellement par le décret exécutif N° 2000-46 du 1er mars 2000, définissant les établissements hôteliers et fixant leur organisation, leur fonctionnement ainsi que les modalités de leur exploitation et le décret exécutif N° 2000-130 du 11 juin 2000 fixant les normes et les conditions de classement en catégories des établissements hôteliers.

Caractéristiques essentielles de l'activité :

L'hôtel a opté depuis sa création pour un mode d'organisation fonctionnel, les activités ont été découpées en des fonctions spécialisées, marquées par une forte différenciation. Les activités de l'hôtel se présentent comme suit :

- Hébergement
- Restauration
- Conférences / Réunions
- Equipements d'animation
- Autres prestations

L'hôtel est doté d'une capacité technique assez importante, représentant une gamme de prestations très large.

Ses moyens d'exploitation installés sont repris ci après par activité :

Hébergement :

- Capacité : 775 lits
- Nombre de chambres : 455

Restauration :

- Nombre : 03
 - Restaurant de la baie
 - Restaurant coffee shop
 - Restaurant de la piscine
- Nombre de couverts : 1 000

Capacité Conférences / Meetings :

L'offre de base de l'hôtel porte l'organisation de congrès et conférences, grâce à sa position de leader, et de par sa capacité en salles de réunions (8 salles). Toutes les salles sont équipées de sonorisation avec possibilités de traduction simultanée en quatre langues. L'hôtel dispose, en outre, d'un secrétariat technique pour les besoins de conférences et, est en mesure de fournir le matériel audiovisuel sollicité par le client.

Equipements d'Animation :

- Piscine avec coin barbecue
- Cinq (05) courts de tennis

Autres Prestations :

- Agence de voyage : Aurés Tour
- Business Center : envoi de fax, travaux de secrétariat, Internet, etc....
- Agence de location de véhicules
- Agence bancaire et change : CPA
- Compagnies aériennes : Air Algérie, Alitalia
- Navette directe aéroport d'Alger
- Station de Taxi
- Parking de 750 places
- Boutiques artisanat, Kiosque à tabacs, etc....
- Location de bureaux (niveau C)

3.1. Le bilan comptable de l'EGH-El-Aurassi :

➤ Actif¹⁴⁵

DESIGNATION	Années				
	1996	1997	1998	1999	2000
<u>- INVESTISSEMENTS</u>					
21 - Frais préliminaires		114 021	57 011		
22 - Terrains	41 085	543 672	543 672	543 672	543 672
24 - Equipements de production	1 602 015	2 474 425	2 449 321	2 008 575	2 412 998
25 - Equipements sociaux	323	225	196	166	73
28 - Investissements en cours	43 507	34 406	27 538	27 443	44 540
TOTAL CLASSE 2	1 686 966	3 166 749	3 077 738	3 179 856	3 001 243
<u>- STOCKS</u>					
30 - Marchandises	11 466	26 224	20 168	30 218	14 802
31 - Matières et fournitures	50 241	64 543	60 105	70 884	131 929
37 - Stocks a l'extérieur	148	193	1 026	30	47
TOTAL CLASSE 3	61 855	90 960	81 317	101 132	146 779
<u>- CREANCES</u>					
40 - Comptes débiteurs du passif	39		329	11 810	145
42 - Créances d'investissements	248 914	272 694	479 735	337 665	395 689
43 - Créances de stocks	3 432	2 165	1 824	1 878	2 041
44 - Créances s/Stes apparentées		40 066	40 000	40 000	40 000
45 - Avances pour comptes	8 247	7 073	9 098	12 959	8 781
46 - Avances d'exploitation	22 233	25 265	35 478	75 378	97 030
47 - Créances sur clients	148 647	264 012	193 121	315 483	257 778
48 - Disponibilités	119 692	172 075	263 594	73 158	189 214
TOTAL CLASSE 4	551 204	783 350	1 023 157	908 334	990 681
TOTAL	2 300 025	4 041 059	4 182 234	4 189 323	4 138 704

¹⁴⁵ Les montants en ($\times 10^3$), pour tous les tableaux et données financières

➤ Passif

DESIGNATION	Années				
	1996	1997	1998	1999	2000
<u>- FONDS PROPRES</u>					
100 - Capital	1 500 000	1 500 000	1 500 000	1 500 000	1 500 000
130 - Réserve légale	3 208	5 428	9 207	89 026	98 390
134 - Réserve facultative	32 660	32 737	33 327	97 900	128 900
150 - Ecart de réévaluation		227 567	227 567	151 711	75 855
180 - Résultat en instance d'affectation	590	590	7 673		
190 - Provisions pour pertes probables	10 117	10 205	24 042	8 669	15 075
195 - Provisions p/charges à répartir	50 000	57 900	57 900		
TOTAL CLASSE 1	1 596 575	1 834 427	1 859 716	1 847 307	1 818 221
<u>- DETTES</u>					
50 - Comptes créditeurs de l'actif	0	80	27	93 134	
52 - Dettes d'investissements	51 713	1 433 117	1 393 304	1 363 025	1 313 765
53 - Dettes de stocks	470	285	2 041	537	172
54 - Détentions pour compte	41 340	66 403	76 129	68 843	53 028
55 - Dettes envers les associés	419 218	459 209	439 208	439 208	448 677
56 - Dettes d'exploitation	137 253	164 910	189 058	182 871	322 721
57 - Avances commerciales	9 066	7 048	5 658	19 889	8 084
TOTAL CLASSE 5	659 060	2 131 052	2 105 425	2 167 509	2 146 450
<u>- RESULTAT DE L'EXERCICE</u>					
88 - Résultat net	44 390	75 580	217 093	174 505	174 032
TOTAL GENERAL	2 300 025	4 041 059	4 142 234	4 189 323	4 138 703

Le bilan totalise en emplois et en ressource un total de dépasse les 4000.000.00.00 DA, pour l'actif, la valeur brut des investissements vari entre 3.001.243.000.00 (en 2000), et 3.179.856.000.00 DA en (1999).

Il s'agit de biens durables destinés au renouvellement et l'accroissement de la capacité de production, le compte « Equipement de production » présente pour les quatre années une moyenne de 78 % de l'ensemble des investissements.

Le compte terrains est en deuxième rang, avec un montant moyen de 543.672.000.00 DA. Ces deux comptes sont d'une grande importance en théorie de la structure du capital, où la tangibilité des actifs (la théorie du compromis ou STO), offre une importante marge de sécurité afin de faire face aux probabilités de faillite. Les sociétés possédant des actifs tangibles, détiennent une capacité d'endettement supérieure.

Le compte des investissements en cours représente le compte le plus variable dans la période de l'analyse, ce qui nous ramène à croire que l'hôtel suis une politique de réinvestissement et renouvellement continu, ce qui est normal pour un hôtel historiquement de référence en Algérie, et qui essaye de faire face aux nouveaux entrants internationaux¹⁴⁶.

Pour le compte stock, vu que c'est une société de service il ne représente que 2% à 3 % de l'ensemble des actifs.

Le compte débiteur du passif a connu un pic en 1999, il abrite les soldes des compte du passif anormalement débitrice. Le compte créance d'investissement, contiens les emprunts obligataires et dépôt à terme et titre de participation dans dans le capital des dépositaires central des titres en Algérie pour un montant de 20.000.000.00 DA, et suscription à l'offre public de vente pour un volume de 2.500 actions, qui correspond à 2.000.000.00 DA, opération lancée en 1998, par le groupe Saidal, dans le cadre de l'ouverture de son capital social aux petit porteur et institutionnels. Ce poste a connu, plusieurs fluctuation durant la période analysé,

¹⁴⁶ Cellule de bourse de L'EGH EL AURASSI.

signe d'une bonne santé financière de l'Hôtel, et une gestion financière moderne qui garde l'œil sur les différents marchés monétaires ou financiers Algérien.

Le poste Avoir en banque des variations pendant la période analysé, cette situation s'explique surtout par l'anticipation des dépôts à terme aussi bien en Dinars qu'en devises, à l'effet de faire face à des dépenses, en relation avec les investissements en cours et en exécution des différents engagements pris dans ce cadre avec divers fournisseurs. Ce poste représente une grande importance en théorie de la structure du capital notamment la théorie de l'agence (la théorie de free cash flow de Jensen (1986)).

Les fonds propres sont d'une valeur de 1.800.000.000.00 DA, qui est de 45 % à 50% de l'ensemble du passif, les dettes de différentes natures représentent de 50 % à 55 % de l'ensemble du passif. Les quatre années présente un résultat net de bénéfice variable mais continu.

➤ TCR

N° de comptes	DESIGNATION	Années				
		1996	1997	1998	1999	2000

70	Ventes de Marchandises	57 096	72 468	67 998	65 649	72 000
60	Marchandises consommées	13 160	19 633	18 531	17 406	27 534
80	MARGE BRUTE	43 875	52 835	49 467	48 243	44 666
80	Marge brute	43 875	52 835	49 467	48 243	44 666
71	Production vendue denrées	200 479	265 279	340 809	293 417	344 728
74	Prestations fournies	221 313	350 814	484 046	404 237	471 996
75	Transfert de charges de production	570	509	1 703	1 278	1 328
61	Matières et fournitures consommées	85 701	122 594	157 511	131 275	129 596
62	Services	39 325	49 426	58 515	72 926	65 312
81	VALEUR AJOUTEE	341 211	497 417	660 078	542 974	667 610
81	Valeur ajoutée	341 211	497 417	660 078	542 974	667 610
77	Produits divers	43 880	19 745	50 104	20 772	25 192
78	Transfert de charges d'exploitation	5 590	4 248	3 732	52 294	5 299
63	Frais de personnel	154 182	163 811	179 623	196 132	202 867
64	Impôts et taxes	26 504	36 066	43 269	37 805	41 581
65	Frais financiers	4 811	3 687	3 117	6 464	77 524
66	Frais divers	6 862	5 998	6 982	7 503	6 440
68	Dotations aux amortissements et provisions	112 767	134 279	129 563	139 039	151 631
	RESULTAT D'EXPLOITATION	85 555	177 569	351 359	182 095	218 056
79	Produits hors exploitation	84 785	98 693	91 473	231 603	299 779
69	Charges hors exploitation	103 762	168 961	158 298	181 011	276 176
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	18 977	70 268	66 825	50 592	23 602
83	Résultat d'exploitation	85 555	177 569	351 359	182 095	218 056
84	Résultat hors exploitation	18 977	70 268	66 825	50 592	23 602
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE	66 578	107 301	284 535	232 688	241 659
	Impôt sur les bénéfices IBS	22 188	31 721	67 442	58 182	67 627
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE	44 390	75 580	217 093	174 506	174 032

Mais pour faire apparaître le patrimoine réel de l'entreprise et faire évaluer sa capacité à faire face à ses dettes (et l'évaluation du risque de non liquidité) et capacité de l'entreprise à assurer la continuité de son cycle d'exploitation, il faut élaborer un bilan financier et un autre fonctionnel (FR BFR ET TR).

3.2. **Bilan financier :**

➤ **Actif**

DESIGNATION	Années
-------------	--------

	1997	1998	1999	2000
Immobilisation Net				
Invesstissement corp	3 052 728	3 020 727	3 179 856	3 001 243
Immobilisation financière				
Autre créance d'investissement	200 000	200 000	200 000	200 000
Créance sur société aparentées	40 000	40 000	40 000	40 000
Total immobilisation net	3 292 728	3 260 727	3 419 856	3 241 243
Total actif circulant				
Actif circulant				
L'exploitation	90 960	81 317	101 132	146 779
Marchandises	26 224	20 186	30 218	14 802
Matières et fournitures	64 543	60 105	70 884	131 929
Stocks à l'extérieur	193	1 026	30	47
Créance	384 818	660 016	628 856	571 407
Comptes débiteurs du passif		329	11 810	145
Créances d'investissements	72 694	279 735	177 665	195 689
Créances de stocks	2 165	1 824	1 878	2 041
Créances s/Stes aparentées	66			
Avances pour comptes	7 073	9 098	12 959	8 781
Avances d'exploitation	25 265	35 478	75 378	97 030
Créances sur clients	264 012	193 121	315 483	257 778
Régies et accreditifs	13 543	140 431	33 683	9 943
Dispo	158 532	123 163	39 474	179 271
Comptes Bancaires	157 382	122 167	38 099	179 151
Caisse	1 150	996	1 375	120
Total actif circulant	634 310	864 496	769 462	897 457
Total Actif	3 927 038	4 125 223	4 189 323	4 138 700

Bilan financier :➤ Passif

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
Ressources stables				

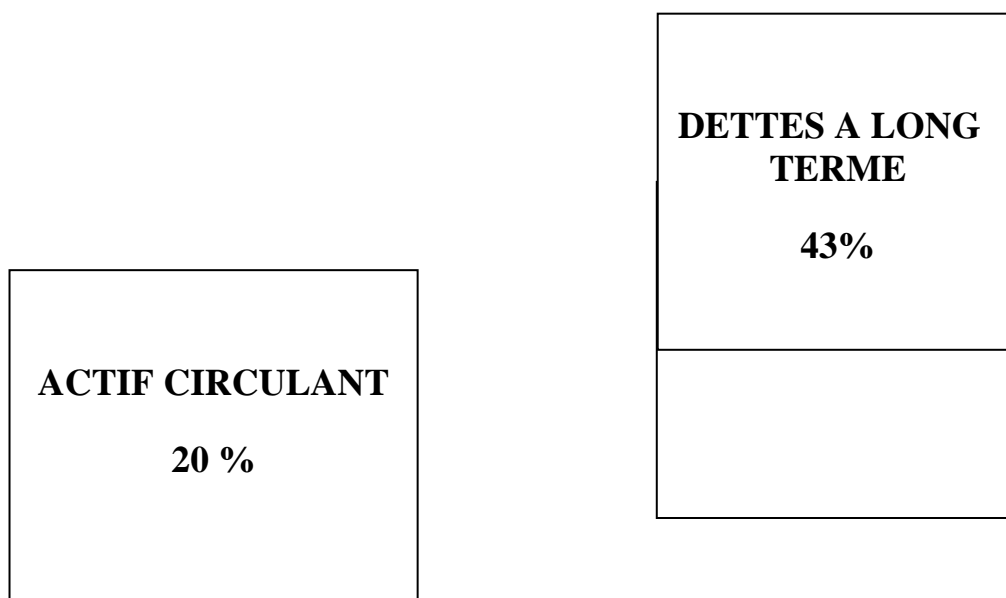
FONDS PROPRES	1 795 986	2 019 798	2 021 811	1 992 252
Capital	1 500 000	1 500 000	1 500 000	1 500 000
Réserve légale	5 428	9 207	89 026	98 390
Réserve facultative	90 637	91 227	97 900	128 900
Ecart de réévaluation	227 567	227 567	151 711	75 855
Résultat en instance d'affectation	76 170	224 766	174 505	174 032
Provisions pour pertes probables	10 205	24 042	8 669	15 075
Ecart de réévaluation (-)	114 021	57 011		
Dettes MLT	1 777 248	1 757 247	1 756 116	1 756 116
Autres emprunts	1 219 556	1 219 556	1 219 565	1 219 556
Dettes d'investissements	1 131	1 131		
Comptes courants d'associés	459 209	439 208	439 208	439 208
Créditeur des frais financiers	97 352	97 352	97 352	97 352
Total ressources stables	3 573 234	3 777 045	3 777 927	3 748 368
Dettes CT				
Comptes créditeurs de l'actif	80	27	93 134	
Dettes d'investissements	212 430	172 617	143 469	94 209
Dettes de stocks	285	2 041	537	172
Détentions pour compte	66 403	76 129	68 843	53 028
Dettes envers les associés				9 468
Dettes d'exploitation	67 558	91 706	85 519	225 369
Avances commerciales	7 048	5 658	19 889	8 048
Total Dettes CT	353 804	348 178	411 393	390 294
Total Passif	3 927 038	4 125 223	4 189 323	4 138 700

Ce qui ne donne la structure du bilan :

ACTIF IMMORILISE

**CAPITAUX
PROPRES**

47 %



➤ Variations des grandes masses :

DESIGNATION	Montant	% A ou % P	Montant	% A ou % P	% variation
	1997		1998		
immobilisation net	3 292 728	84,00	3 260 727	79,00	0,97
actif circulant	634 310	16,00	864 496	21,00	36,00

L'exploitation	90 960	2,31	81 317	1,97	10,60
Créance	384 818	9,80	660 016	16,00	71,50
Dispo	158 532	3,89	123 163	3,03	22,30
Total Actif	3 927 038	100,00	4 125 223	100,00	
Ressources stables	3 573 234	91,00	3 777 045	91,50	5,70
FONDS PROPRES	1 795 984	45,80	2 019 798	49,00	12,50
Dettes MLT	1 777 248	45,20	1 757 247	42,50	1,12
Dettes CT	353 804	9,00	348 178	8,50	1,60
Total Passif	3 927 038	100,00	4 125 223	100,00	

Montant	% A ou % P	% variation	Montant	% A ou % P	% variation
1999			2000		
3 419 856	81,00	4,880	3 241 243	78,00	5,22
769 462	19,00	11,000	897 457	22,00	16,63
101 132	2,41	24,360	146 779	3,54	45,13
628 856	15,00	4,720	571 407	14,13	9,13
39 474	1,59	67,900	179 271	4,33	354,00
4 189 323	100,00		4 138 700	100,00	
3 777 927	90,00	0,023	3 748 368	90,50	0,78
2 021 811	48,00	0,099	1 992 252	48,00	1,46
1 756 116	42,00	0,060	1 756 116	42,50	0,00
411 393	10,00	18,150	390 294	9,50	5,12
4 189 323	100,00		4 138 700	100,00	

3.3. Comprendre le financement de l'EGH-El-Aurassi

3.3.1. Capacité d'autofinancement (CAF) et

l'Autofinancement :

➤ Tableau de la CAF

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
Résultat en instance d'affectation	590	7 673		
Résultat de l'exercice	75 580	217 093	121 409	174 032
Provision pour pertes et charges	10 205	24 042	8 669	15 075
Résorption des frais préliminaires	57 011	114 021	171 031	171 031
Amortissement des investissements	134 190	1 267 618	1 375 155	1 428 624
Provision pour dépréciation des stocks	2 719	2 719	6 707	5 695
Provision pour dépréciation des créances	47 460	65 108	66 584	74 763
CAF	327 755	1 698 274	1 749 558	1 869 222
Distribution des bénéfices		138 274	134 142	140 350
Autofinancement		1 560 000	1 615 416	1 728 872

L'autofinancement est dans toutes les années analysées représenté par des taux trop élevés, 91.85%, 92.33% et 92.49%. Une politique de distribution timide avec des sommes inchangeables pendant la période de l'analyse (environ 140.000.000.00 DA). Donc l'autofinancement est privilégié à la distribution de bénéfices.

En théorie de la structure du capital cela a une grande importance, d'abord la capacité de la société a généré des flux positifs tout au long de la période analysée, confirme aux investisseurs l'atteinte de l'objectif de rentabilité.

Ainsi que la théorie du compromis (POT) affirme que l'autofinancement est privilégié lorsque le financement externe s'avère coûteux, cela est confirmé dans notre cas, en a vu dans les deux sections précédentes l'économie Algérienne et en a conclu quelle souffre de plusieurs problèmes, qui en général ramène le niveau de risque a augmenté (plus de risque plus d'exigence de rentabilité) donc plus de coût.

En suite on a vu un aperçu du disfonctionnement du marché financier Algérien qui reste « flou » en matière de communication financière, qui a une

importance capital en matière d'évaluation et comportement des investisseurs en marchés financiers, donc les coût généré par les problèmes d'agence aléa moral et sélection adverse sont au plafond, ainsi que les asymétries d'information, tous ça nous ramène à croire que les dirigeants de la société savent cela est gardent tous les année une capacité d'autofinancement très importante en détriment de distribution des bénéfices.

3.3.2. Endettement MLT

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
Trésor	1 219 556	1 219 556	1 219 556	1 219 556
EGT Club des pins (société de gestion)	432	432		
Emprunt (Shindler)	38 475	25 611	13 422	85 966
Emprunt Douanier	171 032	142 532	116 406	
Emprunt J.E.T.A	699	699	699	699
Autre Emprunts			4 993	
Retenues de garantie	1 624	3 272	4 576	3 846
Cautionnements reçus	1 299	1 202	3 371	3 698
Total Dettes d'Investissement	1 433 117	1 393 304	1 363 025	1 313 765

3.3.3. Endettement à CT

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
Fournisseurs	261	2 016	537	172
Factures à recevoir	24	25		
Total	285	2 041	537	172

Le financement externe reste en général par la voie des dettes bancaire, en a vu que l'entreprise a une grande capacité d'endettement. Cela est vérifié avec un montant moyen pendant les quatre Années de 1.375.800.000.00 DA.

Un autre point très important, concerne la variation de l'endettement qui ce montre peut variable et qui nous ramène a croire que l'hôtel garde un ratio cible d'endettement.

En fin un dernier point qui concerne l'apport de la théorie du compromis, qui est confirmé ici où la dette est la deuxième source de financement la plus utilisée à coté de l'autofinancement.

3.3.4. Comprendre les modalités du Financement par action¹⁴⁷

Le conseil national des participations de l'Etat a lors de sa réunion du 5 juin 1998 autorise l'EGH-El-Aurassi à introduire une partie de son capital en bourse. Cette autorisation a été certifiée par une assemblée générale extraordinaire, tenu le 21 juin 1998, fixant la part du capital à céder à 20 %, soit 1.200.000 actions au pris de vente fixe de 400 DA l'action. La valeur nominale étant de 250 DA l'action avec un capital composé de 6.000.000 actions.

Les estimations de la valeur économique de l'action est basé sur les résultats des travaux d'évaluation économique de l'EGH-El-Aurassi, réalisé par le cabinet CECA/SADI, expert-comptable agréé. La valeur final de l'hôtel a été déterminée à partir de combinaisons d'usage utilisées dans les opérations d'ouverture de capital et de privatisation ; ces combinaisons utilisant comme valeur de référence la valeur patrimonial (ANC) et la valeur de productivité (VP). S'agissant d'une ouverture

¹⁴⁷ Cellule de bourse de L'EGH EL AURASSI.

minoritaire du capital, la combinaison des deux valeurs de référence s'est faite suivant la formule ci-après :

$$VE = (ANC + 3 VP) / 4.$$

La valeur économique de l'action sera présentée selon deux hypothèses, à savoir : Valeur économique plafond de 3.095.600.000.00 DA (c'est-à-dire une valeur de l'action de 515.96 DA), et valeur économique plancher de 2.871.321.000.00 DA (c'est-à-dire une valeur de l'action de 478.55 DA). Soit une valeur économique médiane de 497.24 DA

Le taux de capitalisation retenu est de 9.25 % et correspond à un taux de base de 15 %, déflaté de 7 % et majoré d'une prime de risque de 25 % du fait notamment : du risque spécifique à l'hôtel, du risque externe (environnement défavorable), de l'option pour une capitalisation du rendement financier à l'infini.

Le prix d'offre de l'action, découlant de l'avis de l'organisme évaluateur et de la décision de l'Assemblée générale extraordinaire des actionnaires de l'EGH-El-Aurassi du 13 Avril 1999 est fixé à 400 DA l'action, ce prix est fixe. Le produit brut de l'offre est estimé à 480.000.000.00 DA (400 x 1.200.000 actions). Les charge relatives à l'opération s'élève à 52,370 millions de dinars et se rapport à :

Frais de visa de la notice d'information (COSOB), 0.075 % du montant de l'offre soit 0.360 Million de Dinars.

Commission d'admission à la négociation (SGBV), 0.05 % nominal admis soit 0.240 Million de Dinars.

Rémunération des intermédiaires en opérations de Bourse, honoraires de conseil et d'accompagnement de 0.950 M.DA et Commission de placement suivant contrat EGH-El-Aurassi / Groupe IOB de 1.75 % de l'offre, soit 14 M.DA.

Frais d'inscription du titre à la Bourse de 0.3 M.DA.

Les coûts de communication et marketing de 25 M.DA.

Coût d'impression des titres de 12 DA l'unité soit 9.6 M.DA.

Frais d'évaluation du CECA s'élève à 0.720 M.DA.

Frais légaux et administratifs (Modification des statuts enregistrement et publicité légale) de 0.8 M.DA et autres frais de 0.4 M.DA.

3.3.5. Structure de financement de l'EGH-El-Aurassi :

DESIGNATION	Années				
	1997	% Ressources	1998	% Ressources	variation
Fonds propres	1 853 632	43,00	1 828 001	32,45	-1,38
CAF	327 755	7,60	1 698 274	30,15	418,15
DETTES	2 131 052	49,40	2 105 425	37,40	-1,20
Total ressources	4 312 439	100,00	5 631 700	100,00	30,59

Années					
1999	variation	% Ressources	2000	% Ressources	variation

1 838 637	0,58	31,94	1 803 145	30,98	-1,93
1 749 558	3,02	30,39	1 869 222	32,12	6,84
2 167 509	2,95	37,67	2 146 410	36,88	-0,97
5 755 704	2,20	100,00	5 818 777	100,00	1,10

La plus grande variation en hausse, est le taux de variation de l'autofinancement, et le seul à changer positivement en 1997 et 1998. Donc l'importance de l'autofinancement est encor confirmer par sont augmentation continu avec les années.

Par contre l'endettement reste peut variable durant les quatre années, Autour de 2.100.000.000.00 DA.

3.4. Les ratios d'endettement :

Nous remarquons une diversité de variables qui mesurent le niveau d'endettement de l'entreprise. Des mesures comme le ratio d'endettement total a été retenu par plusieurs auteurs (Freind et Lang (1988) et Hovakimian (2005)). D'autres ont utilisé le ratio d'endettement à moyen et long terme (Mackie-Mason (1990), Shyam-Sunder et Myers (1999) et Adedeji (2001)). Le ratio d'endettement à court terme a aussi été utilisé par Titman et Wessels (1988). Rajan et Zingales (1995) argue que le ratio d'endettement qui inclut les dettes totales ne constitue pas un bon indicateur, notamment pour mettre en exergue le risque de faillite de l'entreprise.

Endettement MLT :

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
ACTIF	3 927 038	4 125 223	4 189 323	4 138 700
CP	1 834 427	1 859 716	1 847 307	1 818 221
Dettes MLT	1 777 248	1 757 247	1 756 116	1 756 116
Ratio dettes MLT / CP	96,88	94,49	95,06	96,58
Ratio dettes MLT / ACTIF	45,26	42,60	41,92	42,43

3.5. La politique de financement de et la théorie de la structure du capital :

Les facteurs explicatifs :

3.5.1. La rentabilité :

La rentabilité passée et présente joue un rôle dans la détermination de la structure du capital. Dans une optique d'asymétrie informationnelle, les firmes les plus rentables optent pour l'autofinancement pour éviter la dévaluation de ses titres, le financement externe est coûteux et donc a été évité par les entreprises. Donc une

relation négative entre la rentabilité et l'endettement. Dans le cadre de la théorie de Trade-off, la relation entre l'endettement et la rentabilité devrait être positive. Une entreprise rentable aura une préférence pour la dette car les intérêts sont déductibles de son résultat fiscal.

➤ **La rentabilité économique :**

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
Valeur ajouté	497417	660078	542974	667610
Sub d'exploitation				277
Impôt et taxe (-)	36066	43269	37805	41581
Frais de perso (-)	163811	179623	196132	202867
EBE	297540	437186	309037	422885
Total Actif	4041059	4142234	4189323	4138703
Rentabilité économique (%)	7,36	10,55	7,38	10,22

➤ **La rentabilité financière :**

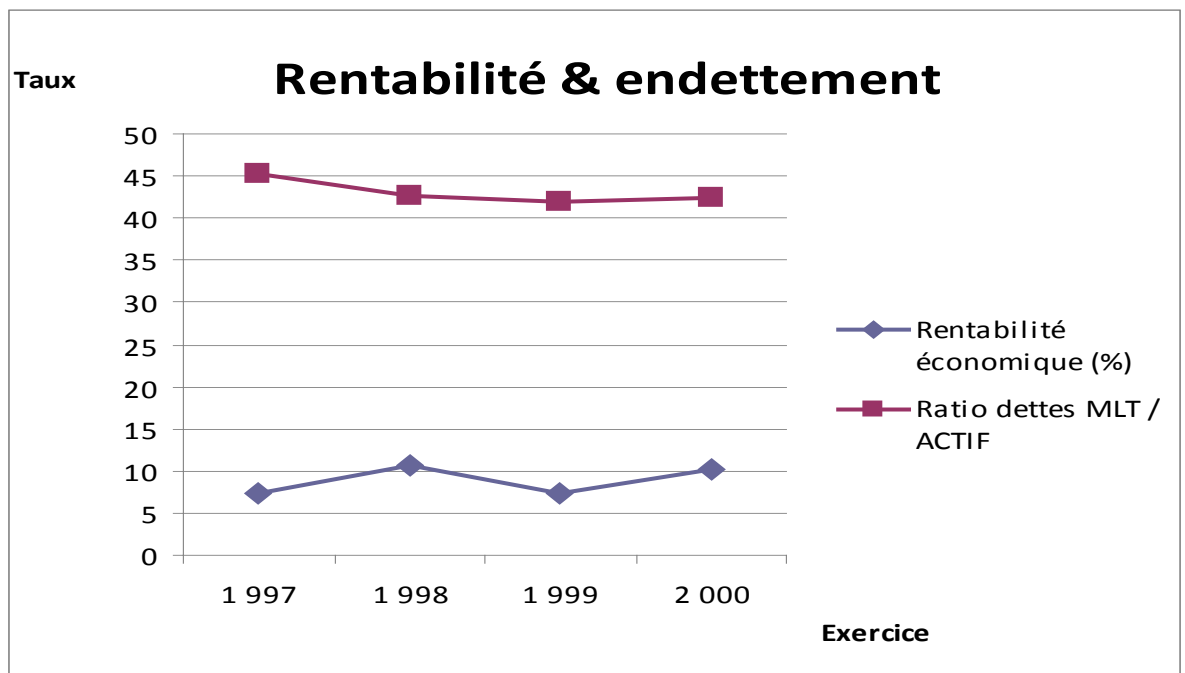
DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
Résultatcomptable net	75 580	217 093	174 505	174 032
CP	1 834 427	1 859 716	1 847 307	1 818 221
Rentabilité Financière (%)	4,12	11,67	9,45	9,57

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
ACTIF	3 927 038	4 125 223	4 189 323	4 138 700
CP	1 834 427	1 859 716	1 847 307	1 818 221
Dettes MLT	1 777 248	1 757 247	1 756 116	1 756 116
Ratio dettes MLT / CP	96,88	94,49	95,06	96,58
Ratio dettes MLT / ACTIF	45,26	42,60	41,92	42,43
Résultatcomptable net	75 580	217 093	174 505	174 032
EBE	297540	437186	309037	422885
Total Actif	4041059	4142234	4189323	4138703
Rentabilité économique (%)	7,36	10,55	7,38	10,22

➤ Rentabilité et endettement

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
Rentabilité économique (%)	7,36	10,55	7,38	10,22
Ratio dettes MLT / ACTIF	45,26	42,6	41,92	42,43

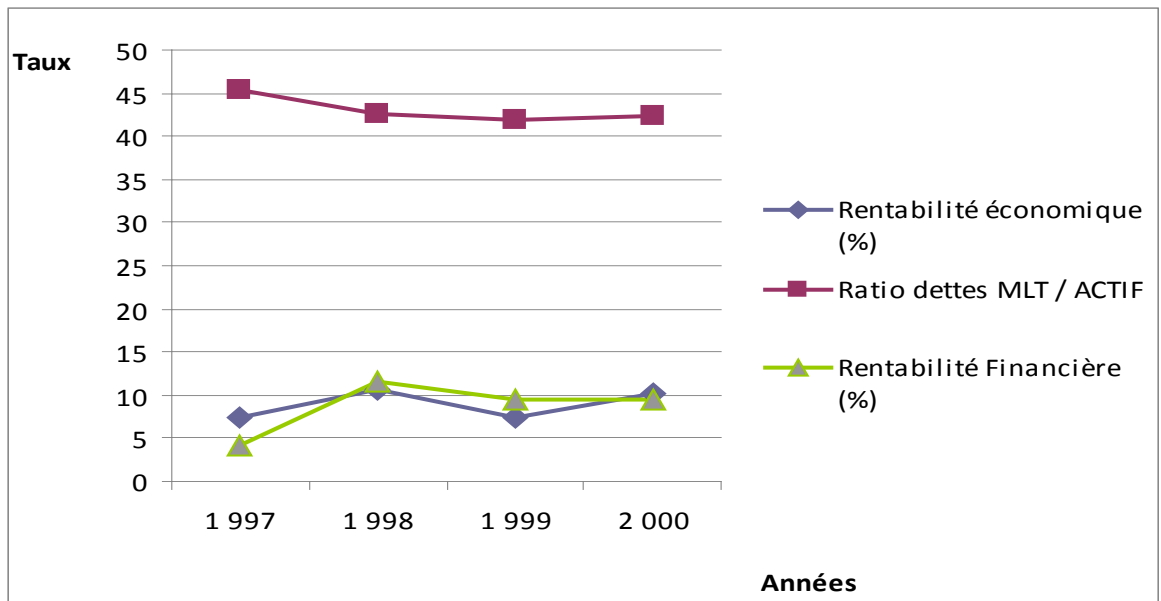
Figure 7 : Rentabilité et endettement.



➤ **Rentabilité économique, financière et ratio d'endettement**

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
Rentabilité économique (%)	7,36	10,55	7,38	10,22
Ratio dettes MLT / ACTIF	45,26	42,6	41,92	42,43
Rentabilité Financière (%)	4,12	11,67	9,45	9,57

Figure 8 : Rentabilité économique, financière et ratio d'endettement



3.5.2. Les opportunités de croissance :

Les sociétés ayant plus de projets d'investissement recourent moins à l'endettement pour deux raisons. La première raison est qu'elles ont une importante motivation pour éviter le sous investissement et les inefficiences des substituts de l'actif qui peuvent accentuer les problèmes d'agence entre les actionnaires et les obligataires, les coûts d'agence entre actionnaires et créanciers seront d'autant plus élevés que la valeur des opportunités de croissance futures est plus importante par rapport à la valeur actuelle des actifs en place. La deuxième raison est qu'elles ont moins de besoin à la discipline de paiement de la dette pour contrôler les problèmes d'autofinancement. Le financement hiérarchique prédit aussi une relation négative entre l'endettement et les opportunités d'investissement attendues

DESIGNATION	Années						
	1 997	1 998	Variation	1 999	Variation	2 000	Variation
Frais préliminaires	114 021	57 011	-50,00				
Terrains	543 672	543 672	0,00	543 672	0,00	543 672	0,00
Equipements de production	2 474 425	2 449 321	-1,01	2 008 575	-17,99	2 412 998	20,13
Equipements sociaux	225	196	-12,89	166	-15,31	73	-56,02
Investissements en cours	34 406	27 538	-19,96	27 443	-0,34	44 540	62,30
TOTAL CLASSE 2	3 166 749	3077738	-2,81	3179856	3,32	3001243	-5,62

DESIGNATION	Années						
	1 997	1 998	Variation	1 999	Variation	2 000	Variation
Total Investissement	3 166 749	3077738	-2,81	3179856	3,32	3001243	-5,62
Dette MLT /Total Actif	45,26	42,6	-5,88	41,92	-1,60	42,43	1,22

Dans les variations de l'investissement on constate une tendance de désinvestissement qui doit être corrélée inversement avec une tendance d'endettement

La variation de l'endettement et variation des investissements est corrélée d'une façon négative.

3.5.3. La taille :

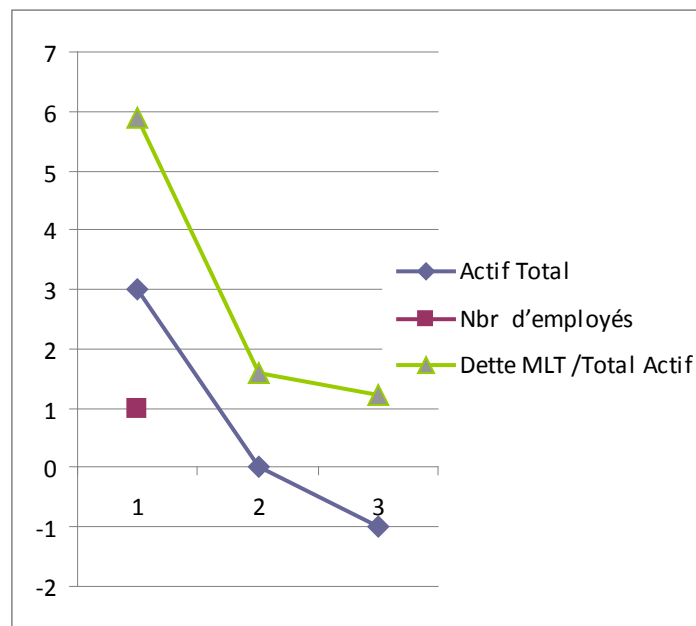
Selon la commission européenne les grandes entreprises sont ceux qui ont un nombre d'employés plus de 250 et un actif total plus de 4. M. d'Euros, ce qui donne à l'Hôtel un statut d'une grande société. Les grandes entreprises recourent à la dette à long terme, par opposition aux petites qui s'endettent plus à court terme, ont plus de facilité pour accéder aux marchés des capitaux pour se procurer les ressources financières dont elles ont besoin. La relation positive entre la taille et l'endettement

est confirmée dans un certain nombre d'études. Les sociétés de grande taille peuvent avoir la confiance des investisseurs, leurs immobilisations représentent un bac de sécurité ... etc.

DESIGNATION	Années						
	1 997	1 998		1 999		2 000	
Vente de Marchandise	72 468	67 998	-6,17	65 649	-3,45	72 000	9,67
Production vendu	265 279	340 809	28,47	293 417	-13,91	344 728	17,49
Services	350 814	484 046	37,98	404 237	-16,49	471 996	16,76
Total	688 561	892 853	29,67	763 304	-14,51	888 725	16,43
Actif Total	4 041 059	4 182 234	3,49	4 189 323	0,17	4 138 704	-1,21
Nbr d'employés	637	645	1,26	indispo		indispo	
Dette MLT /Total Actif	45,26	42,6	-5,88	41,92	-1,60	42,43	1,22

Le cas EGH-El-Aurassi confirme la corrélation entre la taille et la ration de dette, que ça soit volume de ventes ou le total Actif.

Figure 9 : La taille et politique d'endettement

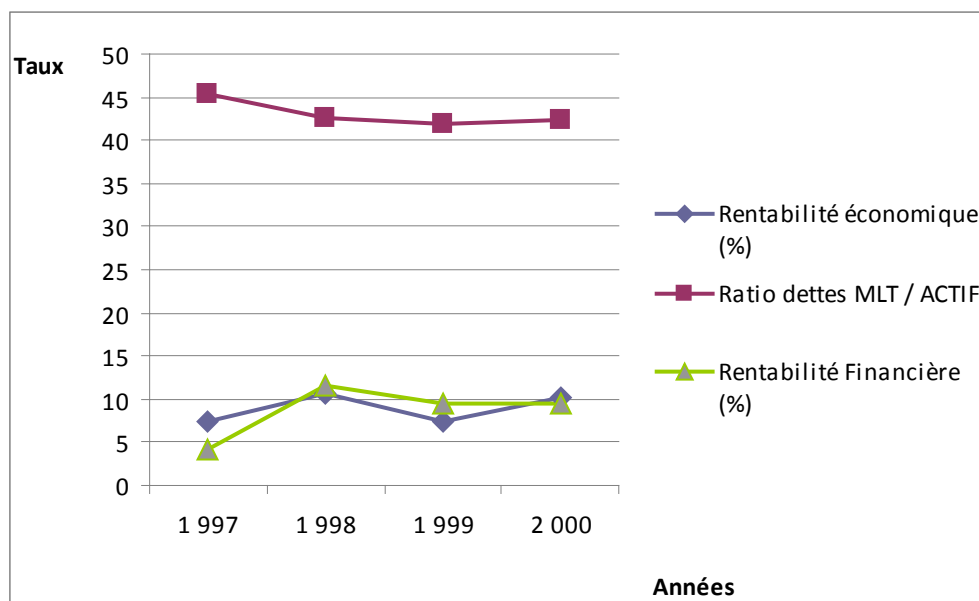


3.5.4. Le niveau du risque :

En principe, on pourrait considérer que le risque opérationnel augmente la probabilité de faillite et réduit l'attrait des gains fiscaux liés à la déductibilité des charges d'intérêts. Jensen et Meckling (1976) argumentent que plus une firme est risquée plus ses chances de faillite sont probables et par conséquent, plus risquée sera la dette. En fait, la structure assez rigide des contrats d'endettement impliquant le remboursement à échéances fixes s'avère peu adaptée au caractère aléatoire des résultats de l'entreprise risquée. A la liquidité aléatoire de l'actif correspond donc une l'exigibilité certaine des engagements.

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
Rentabilité économique (%)	7,36	10,55	7,38	10,22
Ratio dettes MLT / ACTIF	45,26	42,6	41,92	42,43
Rentabilité Financière (%)	4,12	11,67	9,45	9,57

Figure 10 : Le niveau du risque.



Ainsi la relation négative entre la variabilité des bénéfices et l'endettement est prédit par la théorie de Trade-off, la théorie hiérarchique de financement et la théorie d'agence. Dans notre recherche prenant la variation du taux de rentabilité économique comme mesure du risque opérationnel. Le graphe rentabilité éco vs endettement ne montre une relation négative dans un premier temps, depuis 1998 jusqu'à 2000 les taux de variation tendent vers le même sens mais avec une corrélation trop faible, ce qui confirme l'apport des théories de la structure du capital.

3.5.5. Tangibilité des Actif :

Les actifs corporels ont un impact sur le niveau d'endettement car ils sont moins sujets aux asymétries d'informations et perdent, en cas de liquidation, moins de valeur que les actifs incorporels. Ils offrent donc plus de garanties aux créanciers. Ceci a pour conséquence de réduire les asymétries informationnelles entre dirigeants et créancier et aussi de faciliter l'accès à la dette pour l'entreprise. Dans le cadre des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les créanciers, Jensen et Meckling (1976)

ont démontré que le problème de surinvestissement est moins grave lorsque la firme détient une part importante d'immobilisations corporelles dans son actif. Le ratio actifs corporels nets plus stocks sur total actif peut nous donner une idée sur la structure de l'Actif. Rappelons que la société EGH-El-Aurassi est une société hôtelière, donc une activité de service dans un premier ordre.

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
Investissement corp	3 052 728	3 020 727	3 179 856	3 001 243
Stock	90 960	81 317	101 132	146 779
Total Actif	3 927 038	4 125 223	4 189 323	4 138 700
Tangibilité	0,80	0,75	0,78	0,76

Entre 0.75 et 0.80 % du total Actif EGH-El-Aurassi a une grande capacité de couvrirai le risque ce qui revient à lui donner une grande capacité d'endettement. La capacité d'endettement est mesurée par plusieurs indicateurs. Le rapport dette MLT / CAF ou Charge Financières / EBE ou même FP /dette MLT.

Les trois TAB de la capacité d'endettement

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
FP	1 795 986	2 019 798	2 021 811	1 992 252
DMLT	1 777 248	1 757 247	1 756 116	1 756 116
Ratio	1,01	1,15	1,15	1,13

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
Charge financières	3 687	3 117	6 464	77 524
EBE	297540	437186	309037	422885
Ratio	0,01	0,01	0,02	0,18

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
DMLT	1 777 248	1 757 247	1 756 116	1 756 116
CAF	327 755	1 698 274	1 749 558	1 869 222
Ratio	5,422489	1,034725	1,003748	0,93949

L'hôtel à une grande capacité d'endettement.

1. Tableaux récapitulatif des différents résultats et la théorie de la structure du capital.

Facteurs	Trade off	POT	EGH-El-Aurassi
Rentabilité	+	-	-
Tangibilité	+	+	+
Taille	+	+/-	+
Croissance	-	-	-
Risque	+	-	-

Dans une première lecture l'EGH-El-Aurassi suit une politique de financement hiérarchique, une préférence pour les fonds internes, l'endettement est dû à la grande capacité d'endettement de l'hôtel, et la publication d'action serait qu'une décision centralisée qui suit des objectifs de privatisation non pas une politique de financement saine. Qui cherche à minimiser un coût de financement ou à garder une géographie de propriétaires. Dans un marché financier non performant, des problèmes d'asymétrie d'information voire absence d'information fiable qui reviennent à la faiblesse de la communication financière de toutes les sociétés cotées en Bourse d'Alger ; en suite viendra la valorisation de l'action publique, qui est basée sur des

performances de passé et non futur, ce qui va surévaluer les titres publiés, les investisseurs potentiels vont sous-évaluer ces actions, ils vont sentir plus de risque, donc plus de exigences de rentabilité. Ce qui va augmenter le coût de ce financement. Donc des coûts informationnelles et financières et un degré de risque supplémentaire. Dans le temps où l'hôtel contient une capacité d'endettement non épuisée et surtout une grande capacité d'autofinancement en face des besoins financiers mineurs, c'est une société en phase de maturité.

On peut ajouter le problème des nouveaux venus, les propriétaires des actions ont des droits de vote, un droit de savoir comment la société est guidée. Peut informer et ignorants de la logique des marchés financiers faute de dysfonctionnement total de la bourse d'Alger (pas d'atomicités des offreurs et des acheteurs, manque d'information financière et de formation, absence d'une culture de bourse ou d'investisseur financier). Tout cela rend incompréhensibles dans une logique de politique financière, le choix de publier des actions.

2. L'autofinancement et la politique de distribution/rentabilité de l'EGH-El-Aurassi :

Distribution des résultats :

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
Résultat de l'exercice	75 580	217 093	174 505	174 032

Réserve légale	3 779	38 819	9 363	8 701
Réserve facultative	590	40 000	31 000	25 000
Distribution de bénéfice	40 000	100 000	114 000	120 000
Prime pour le CA	194	273	142	350
Prime d'encouragement du Personnel	23 934	38 000	20 000	20 000
Résultat en instance d'affectation	7 083			
Les fonds interne	15,15	36,31	23,13	19,35
Les fonds distribué	84,85	63,69	76,87	80,65

Taux de distribution des résultats élevé, flux de trésorerie disponibles positifs, cela nous ramène à croire que la société contient les ressources nécessaires à son développement. Une capacité d'endettement élevée, des ressources internes suffisantes pour une société en phase de maturité, et surtout qu'elle n'a pas besoin de ressources externes qui sont caractérisées par les coûts monétaires et informationnels trop élevés en Algérie.

3.6. Effet de levier, probabilité de faillite et Fiscalité de l'EGH-El-Aurassi :

➤ **L'effet de levier :**

Le mécanisme de l'effet de levier tient à deux propositions :

La rentabilité des fonds propres est accrue par un recours à l'endettement financier si et seulement si la rentabilité des actifs est supérieure au coût des dettes ; cette augmentation de rentabilité a pour contrepartie une augmentation du risque financier de l'entreprise, qui croît avec le niveau des dettes de l'entreprise.

L'EGH-El-Aurassi a un effet de levier positif pendant les quatre années, ce qui encourage les futurs investisseurs potentiels à se préoccuper des titres de l'Hôtel.

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000

Rentabilité économique (%)	7,36	10,55	7,38	10,22
Ratio dettes MLT / ACTIF	45,26	42,6	41,92	42,43
Rentabilité Financière (%)	4,12	11,67	9,45	9,57

➤ **Effet de levier**

RE X (1-t)	5,52	7,9125	5,535	7,665
Résultat net				
EBE				
coût moyen de la dette	0,25	0,49	0,56	0,41
RE Moins Coût Moyen de la Dette	7,11	10,06	6,82	9,81
CP	1 834 427	1 859 716	1 847 307	1 818 221
Dettes MLT	1 777 248	1 757 247	1 756 116	1 756 116
D/CP x (1-t)	0,73	0,71	0,71	0,72
Effet de levier	10,69	15,04	10,40	14,77

3.6.1. Probabilité de faillite :

Une analyse de solvabilité est nécessaire pour traduire l'aptitude de la société à faire face à ces engagements en cas de liquidation, bien sûr selon les trois approches ; structure financière, rapport entre FR et BFR (L'analyse de liquidité pour voir la capacité de la société à faire face à ces engagement tout au long de l'exercice), et capacité de remboursement.

3.6.2. L'analyse de liquidité du bilan :

Emplois stables doivent être financés par des ressources durables. Le non-respect provoque un problème de trésorerie

➤ Trésorerie

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
Ressources stables	3 573 234	3 777 045	3 777 927	3 748 368
immobilisation net	3 292 728	3 260 727	3 419 856	3 241 243
FR (a)	280 506	516 318	358 071	507 125
Exploitation	90 960	81 317	101 132	146 779
Créance	384 818	660 016	628 856	571 407
D CT	353 804	348 178	411 393	390 294
BFR (b)	121 974	393 155	318 595	327 892
TR (a-b)	158 532	123 163	39 476	179 233

3.7. Les ratios de structure :

3.7.1. Indépendance financière FP/ Dette financière

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
FP	1 795 986	2 019 798	2 021 811	1 992 252
Dettes MLT	1 777 248	1 757 247	1 756 116	1 756 116
Dettes CT	353 804	348 178	411 393	390 294
Indépendance financière (%)	84,28	95,93	93,28	92,82

3.7.2. Capacité de remboursement.

CAF	327 755	1 698 274	1 749 558	1 869 222
Dettes MLT	1 777 248	1 757 247	1 756 116	1 756 116
Dettes CT	353 804	348 178	411 393	390 294
	6,50	1,24	1,24	1,15

3.7.3. EBE et poids de dette.

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
Charge financières	3 687	3 117	6 464	77 524
EBE	297540	437186	309037	422885
Ratio (%)	1,24	0,71	2,09	18,33

3.7.4. Actif immobilisé ressources stables.

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
Total immobilisation net	3 292 728	3 260 727	3 419 856	3 241 243
ressources stables	3 573 234	3 777 045	3 777 927	3 748 368
Ratio (%)	108,52	115,83	110,47	115,65

3.7.5. Ressource stable actif économique.

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
Total immobilisation net	3 292 728	3 260 727	3 419 856	3 241 243
ressources stables	3 573 234	3 777 045	3 777 927	3 748 368
BFR	121 974	393 155	318 595	327 892
Ratio (%)	104,64	103,37	101,06	105,02

3.8. L'analyse de la capacité de remboursement à court terme :

3.8.1. Liquidité générale :

Actif circulant / dettes CT.

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
L'exploitation	90 960	81 317	101 132	146 779
Créance	384 818	660 016	628 856	571 407
Dispo	158 532	123 163	39 474	179 271
Total Dettes CT	353 804	348 178	411 393	390 294
Liquidité générale	179,28	248,29	187,04	229,94

3.8.2. Liquidité réduite :

Créance + disponibilité / dettes CT.

DESIGNATION	Années			
	1 997	1 998	1 999	2 000
Créance	384 818	660 016	628 856	571 407
Dispo	158 532	123 163	39 474	179 271
Total Dettes CT	353 804	348 178	411 393	390 294
Liquidité réduite	153,57	224,94	162,46	192,34

3.8.3. Liquidité immédiate :

Disponibilité / dettes CT.

DESIGNATION	Années
-------------	--------

	1 997	1 998	1 999	2 000
L'exploitation	90 960	81 317	101 132	146 779
Créance	384 818	660 016	628 856	571 407
Dispo	158 532	123 163	39 474	179 271
Total Dettes CT	353 804	348 178	411 393	390 294
Liquidité générale	179,28	248,29	187,04	229,94

3.9. La fiscalité :

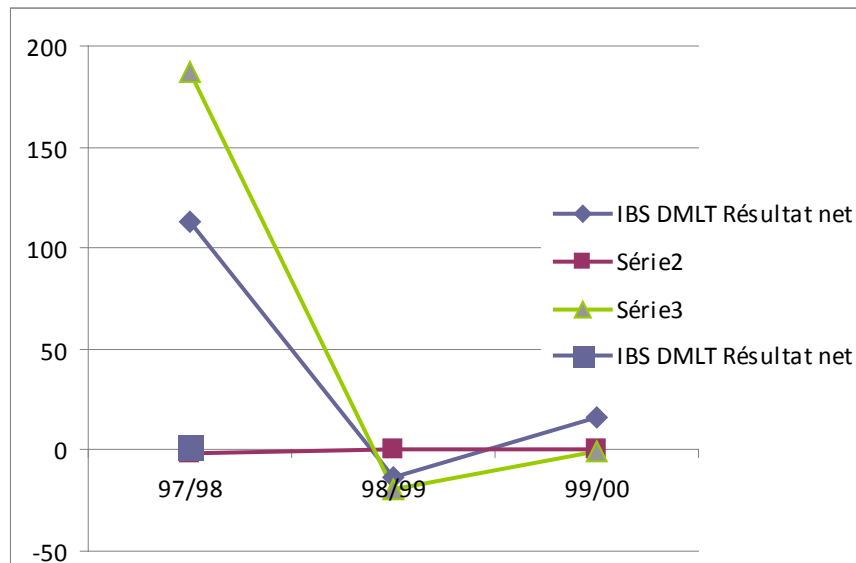
La fiscalité

Il existe une relation négative entre la dette et la fiscalité

DESIGNATION	Années						
	1 997	1 998		1 999		2 000	
IBS	31 721	67 442	112,61	58 182	-13,73	67 627	16,23
DMLT	1 777 248	1 757 247	-1,13	1 756 116	-0,06	1 756 116	0,00
Résultat net	75 580	217 093	187,24	174 506	-19,62	174 032	-0,27

Figure 11 : La fiscalité et l'endettement

L'APPORT DE MODIGLIANI ET MILLER



DESIGNATION	Années						
	1 997	1 998		1 999		2 000	
IBS	31 721	67 442	112,61	58 182	-13,73	67 627	16,23
DMLT	1 777 248	1 757 247	-1,13	1 756 116	-0,06	1 756 116	0,00
EBE	297 540	437 186	46,93	309 037	-29,31	422 885	36,84

DESIGNATION	Années						
	1 997	1 998		1 999		2 000	
IBS	31 721	67 442	112,61	58 182	-13,73	67 627	16,23
DMLT	1 777 248	1 757 247	-1,13	1 756 116	-0,06	1 756 116	0,00
Fonds propres	1 853 632	1 828 001	-1,38	1 838 637	0,58	1 803 145	-1,93
CAF	327 755	1 698 274	418,15	1 749 558	3,02	1 869 222	6,84
DETTES	2 131 052	2 105 425	-1,20	2 167 509	2,95	2 146 410	-0,97

Conclusion :

L'EGH El Aurassi suivait une politique de financement hiérarchique. A savoir une préfinance pour les fonds internes, et cela malgré la grande capacité d'endettement de la société. Puis le choix serait le financement externe indirect par les emprunts bancaire ou financière et enfin la publication des titres d'action a revenu variable. Cela est une confirmation de l'apport de la théorie de la structure du capital. Un marché de capitaux caractérisé par l'asymétrie informationnel, coût d'agence (aléa moral et sélection adverse) et communication financière très réduite et flou, rend très coûteux le financement externe, voir trop risquée avec des exigences de rentabilité plus importante et des primes de risque supplémentaires.

La question qui a était poser, pourquoi l'hôtel a publié des actions dans ces conditions défavorables. Avec un produit compliqué, dont le public en Algérie est trop restreint. Dans le sens où le financement par action était la dernière option pour couvrir le financement de l'hôtel, vu sa grande capacité d'autofinancement et d'endettement. En va comprendre que la variable macro économique « une volonté de l'Etat de privatiser les SPA en ouvrant partiellement le capital de ces société » était le moteur de ce choix.

La privatisation s'intègre dans un processus où on assiste à un changement de nature de l'intervention de l'Etat dans la gestion courante et stratégique de l'entreprise publique. La réduction du contrôle de l'Etat sur l'entreprise qui en résulte, peut s'effectuer selon un grand nombre de modalités, la privatisation est étroitement liée à la notion de transfert du contrôle de l'entreprise du secteur public vers le secteur privé où le gouvernement transfère au secteur privé les droits de propriété qu'il détient sur une entreprise publique par divers procédures. C'est le cas notamment lorsque le gouvernement, tout en conservant la majorité de l'entreprise, fait appel à des investisseurs privés à l'occasion d'une augmentation du capital ou d'une ouverture minoritaire des capitaux publics (privatisation partielle),

L'Algérie s'est engagée depuis quelques années dans un ambitieux programme de privatisation de ses entreprises publiques. Depuis la promulgation des textes législatifs et réglementaires relatifs à la privatisation des entreprises publiques, trois principales actions de privatisation d'envergure sont à relever :

Cession aux salariés des actifs des entreprises publiques locales dissoutes ;

Tentative de cession des unités des secteurs industriel, touristique et commercial ;

Introduction en bourse des entreprises ERIAD-SETIF, SAÏDAL et EL AURASSI.

(Il faut également signaler la tentative de cession en 1995 de cinq hôtels, dont quatre en phase de réalisation, l'opération été annuler faute d'acquéreurs).

Donc ce choix de l'ouverture du capital est la réponse a une politique de l'Etat Algérien qui consiste à privatiser les entreprises publique ont les introduisant en bourse, et ce n'est pas une réponse optimal a un besoin de financement de l'hôtel, ce choix n'est pas du tout une réponse à un besoin de financement ou à un achèvement de la capacité d'endettement, comme nous l'avons vu l'hôtel a une bonne santé financière avec une capacité d'autofinancement forte, qui couvre le besoin d'investissement de l'entreprise. Cette vision ne diverge pas avec le résonnement de la théorie de la structure du capital, où il existe des investigations empirique qui affirme ce résultat.

Section 2 : Le marché financier Algérien « La Bourse d'Alger »¹⁴⁸ :

Dans le cadre de l'ordonnance n° 95-25 du 25 septembre 1995 relative à la gestion des capitaux marchands de l'Etat, trois entreprises publiques ont été admises à la bourse d'Alger. Il s'agit des entreprises Saïdal, Eriad-Sétif et l'hôtel El-Aurassi. Pour chacune de ces entreprises, la vente des actions a porté sur 20% du capital et a été effectuée selon la procédure de l'OPV à prix fixe. Ces ouvertures du capital par appel à l'épargne publique sont qualifiées de privatisation partielle. Ce n'est qu'à l'année 2010 que la bourse a connu la première opération de souscription à l'appel public à l'épargne lancé par une société privée « Alliance Assurances ». Les retombées de la réussite d'une telle opération sont d'abord sur le marché et économie Algérienne à travers le rétablissement de la confiance entre le marché et les entreprises Algérienne notamment privées.

Le directeur général de la commission d'organisation et de surveillance des opérations boursières (COSOB) a estimé que l'économie Algérienne à besoin d'un marché financier « pour qu'elle puisse marcher sur deux pieds, notre économie est une économie d'endettement. Elle marche sur un seul pied. Nous avons besoin de marcher sur deux pieds. Une économie qui marche sur deux pieds va plus vite et produit plus de croissance ».

Bref le marché financier en Algérie est encore à l'état embryonnaire. La Bourse d'Alger a été créée en 1993 (celle de New York, N.Y.S.E ou New York Stock Exchange, été créée en 19eme siècle, la première bourse revient à au 16eme siecle). Elle est composée au plan institutionnel d'une autorité de régulation représentant l'Etat, la commission d'organisation et de surveillance des opérations en bourse (COSOB), et d'une société de gestion de la bourse des valeurs (SGBV). Cette dernière

¹⁴⁸ Voir le site de la COSOB (Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse), www.cosob.org. Notamment les rapports annuels.

est une société par actions de droit privé appartenant aux professionnels du marché. Les intermédiaires en opérations de bourse (IOB), sont au nombre de 5 dont 1 seul privé. L'activité de la bourse d'Alger n'a débuté qu'en novembre 1997 avec l'emprunt obligataire de SONATRACH.

Présentation de la Bourse d'Alger :

Dans un souci de transition vers une économie de marché les l'Etat Algérien à entamé la mise en place les instruments de cette nouvelle orientation, dont l'un des aspects le plus clairement annoncé est la privatisation des entreprises publiques. C'est ainsi que sur le plan financier les décrets ont été promulgués, le décret exécutif n° 91-169 du 28/05/91 portant organisation et transaction des valeurs mobilières ; le décret exécutif n° 91-170 déterminant les variétés et formes des valeurs mobilières ainsi que les conditions de leur émission par les sociétés de capitaux ; le décret exécutif n° 91-171 relatif a la commission de bourse. Restriction des entreprises publique, privatisation, adaptation du code de commerce, préparait l'accession à l'OMC, Mondialisation et une crise politique ; ces dans ces conditions que fut promulgué le décret législatif n° 93-10 du 23 Mai 1993 portant création de la bourse des valeurs mobilière d'Alger. La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse créée par le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété, relatif à la bourse des valeurs mobilières, la (COSOB) est une autorité de régulation indépendante jouissant de la personnalité morale et de l'autonomie financière.

La Société de gestion de la bourse des valeurs mobilière (SGBV), c'est une société par actions dont les actionnaires sont les intermédiaires en opération de bourse agréés par la COSOB. La SGBV veille à la régularité des opérations effectuées par les intermédiaires en opérations de bourse ou par les personnes agissant pour le compte des ces derniers. L'ensemble des activités exercées dans la SGBV est lié au fonctionnement du marché.

Les décisions et les avis de la SGBV sont publiés dans un bulletin appelé Bulletin officiel de la cote ou BOC sa concerne les information de marché, les information sur les valeurs mobilières cotées et les informations nécessaires au bon fonctionnement du marché.

Les intermédiaires en opérations de bourse (Personne physique et Morale) sont les seules responsables de toute négociation sur les valeurs mobilières en bourse. En trouve trois catégories d'IOB l'intermédiaire en opérations de bourse de pleine activité qui, outre la négociation portant sur des valeurs mobilières admises en bourse et autres produits financiers exerce une ou plusieurs des activités suivante : opération de contre partie sur valeur mobilières à titre accessoire ou principal, placement des valeur mobilières pour le compte des tiers, gestion en vertu d'un mandat, de portefeuille de valeur mobilières, démarchage relié à l'une des activités visées ci-dessus et toute autre activité définie par la COSOB.

En trouve les intermédiaires en opérations de bourse d'activité limitée a l'intermédiation dans la négociation de valeurs mobilières.

Pour éviter toute déconvenue aux émetteurs, épargnants et investisseurs en valeurs mobilières, la loi prescrit des conditions strictes à satisfaire par le candidat intermédiaire en opérations de bourse pour l'obtention de l'agrément de la COSOB.

Le Marché des Actions :

Le compartiment action de la bourse d'Alger comporte trois titres seulement après le retrait de ERIAD Sétif, il s'agit de : EGH El Aurassi, groupe SAIDAL et Alliance Assurances la première société du secteur privé coté en bourse (CEVITAL été la première société du secteur privé à recourir au marché obligataire en 2005).

Le marché est caractérisé par un manque de volume ou montant de transaction (achat ou vente), qui reste très réduit.

Ordre présenté sur les ordres d'achat ou de vente sur les titres d'action de la bourse d'Alger :

Année	2006		2007		2008		2009	
	Achat	Vente	Achat	Vente	Achat	Vente	Achat	Vente
EGH El Aurassi	136	285	293	145	204901	22519	453692	12422
SAIDAL	92	172	03	1048	44861	184758	143797	138917
ERIAD	2	4	/	/	/	/	/	/

Source COSOB

La valeur Transigé par titre (DA) :

Année	2005	2006	2007	2008	2009
EGH El Aurassi	2.358.995	18.121.870	14.160.515	9.016.275	4.130.550
SAIDAL	1.829.205	5.633.480	88.000	12.398.570	9.761.345
ERIAD	0	1.600	/	/	/

Source COSOB

Même la liquidité du marché secondaire est réduite et les cours ne répondent plus à la norme des variations de la valeur des titres.

Evolution des cors des titres en Bourse d'Alger :

Année	2005			2006			2007		2008		2009	
	ER	EGH	SA	ER	EGH	SA	EGH	SA	EGH	SA	EGH	SA
Plushaut	1050	300	360	160	415	440	385	/	450	400	450	400
Plus Bas	1000	265	345	160	300	360	420	/	405	380	450	380
Volatilité	50	35	15	0	115	80	35	/	04	20	0	20

Source COSOB

Mais l'évènement le plus marquant dans l'histoire de la bourse d'Alger été le retrait du titre ERIAD Sétif. Le groupe agroalimentaire a décidé de lancer une offre public de retrait (OPR) en date du 30 juillet 2006 et ce pour la période allant du 30 juillet au 31 octobre 2006. ce pris de l'offre à été fixée à 1500 DA par action et a porter sur 5000000d'actions qui correspond à 20 % du capital détenu par 5200 Actionnaires. Le volume global des titres retirés est de 4.491.620 actions ; soit un pourcentage de 94.28%.

Le Marché des obligations :

Le Marché des obligations est plus au moins actif par rapport au marché des actions, où chaque année la Commission délivre des visas a des société public ou privé afin de levé des fond. Chaque année apparaisse des emprunts obligataires échus ainsi des obligations assimilables de Trésor (des lignes de 7,10 ou 15Ans)

L'année 2005 été caractérisé par une importante émission où sept emprunt obligataires en était émis qui représente un montant de 62.72 Milliards de Dinars (contre 44.89 Milliards de Dinars en 2004). SONALGAZ avec deux émissions obligataires. La première avec un montant de 10 Milliards de DA et une deuxième portais sur un montant de 15.9 Milliard de DA avec une maturité de six ans. Air Algérie a levé un montant de 6.50 Milliards de DA. Algérie Télécom a levé 6.50 Milliards de DA. ENAFOR, l'entreprise nationale de forage filiale de SONATRACH,

intervenant dans le secteur para pétrolier. A lancer un emprunt d'un montant de 8 Milliards de DA. CEVITAL la première société privé qui recourait au marché obligataire pour lever un montant de 5 Milliards de DA.

Durant l'année 2006, quatre nouvelles émissions (SONALGAZ, ENTP, ALC, Algérie Télécom) a permet de lever un montant de 44.89 Milliards de DA. Arab leasing corporation (ALC), ce distingue pour être la première société financière du secteur privée qui recourt à la Bourse d'Alger.

En 2007 reviens les mêmes sociétés ont levé des fonds à savoir, ALC, ENTP. Mais EEPAD (établissement d'enseignement professionnel à distance. Télécom Internet Service provider) est la seconde entreprise du secteur privé national à venir sur le marché obligataire pour lever des fond. Le montant total des nouvel fonds en obligations été de 7.8 Milliards de DA.

En 2008, la commission a délivré trois emprunts obligataires, où le groupe SONALGAZ c'est tailler la part du lion avec un montant 30 Milliards de DA. ENAFOR ou l'entreprise national de fourrage filial de SONATRACH, intervenant dans le secteur para pétrolier à lancer un emprunts obligataire de 6 Milliards de DA. SPA DAHLI ce représente pour la première fois dans le marché, il faut noter que c'est la première fois, une entreprise privée émis un emprunt obligataire destinée au grand public. Les emprunts obligataire présidents provenant du secteur privé étaient destinés aux investisseurs institutionnels (8.3 Milliards de DA).

Durant l'année 2009, la Commission a délivré deux visas sur deux notices d'informations portant sur un montant de 31 milliards de dinars contre trois visas accordés en 2008 portant sur une émission d'un montant de 44,3 milliards de dinars. Le premier visa a été accordé sur la notice d'information simplifiée du Groupe SONELGAZ pour un montant d'émission de l'ordre de 25 milliards de dinars ; le second a été accordé au Groupe ETRHB Haddad qui se présente pour la première fois sur le marché obligataire, pour un montant de six milliards de dinars.

Activité des OPCVM :

Instrument de gestion de l'épargne, les organisations de placement collectif en valeur mobilière ont pour mission de collecter les capitaux qui leur sont confiés par les épargnants et de les investir dans des valeurs mobilières. Ces produits permettant aux investisseurs par une mise de fond qui peut être modeste de détenir une fraction d'un portefeuille de titre en action, obligation, OAT, et bons de trésor.

Le marché des OPCVM est réduit à une seule SICAV (Société d'investissement à capital variable qui est une société par actions qui a pour objet la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières), la SICAV CELIM, agréée depuis 1998.

Evolution des résultats de la SICAV CELIM :

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Actif Net	161.871.927	160.500.370	158.426.298	157.470.669	160.083.901	160.154.600
Résultat Net	11.618.935	9.473.205	8.049.781	3.454.322	4.628.081	1.525.939

Source COSOB

Conclusion

L'idée de l'effet de levier est extrêmement simple, où la rentabilité différentielle « rentabilité économique moins charge financière fait apparaître un gain (si la rentabilité économique est supérieure au taux d'intérêt, sinon, on va avoir l'effet inverse appelé coût de massue), plus en s'endette, plus est grand ce gains. Donc une existence d'une structure optimale du capital.

Les traditionnelles, sans pouvoir le démontrer ni fixer ce niveau optimal d'endettement, ont confirmé l'existence d'une telle structure. Mais Modigliani et Miller (1958) ont initiées un important débat théorique quant à la portée réel du levier de la dette dans la politique financière des entreprises. Leur démonstration est basée sur une technique particulière concernant les choix des investissements sur les marchés financiers : celle de l'Arbitrage. Ils suggèrent que les facteurs explicatifs d'une structure du capital optimale ne pouvaient ce situer que dans les imperfections du marché.

D'abord, la fiscalité introduite par M&M en 1963, l'endettement ce trouve privilégié, la valeur de la société endetté est égale a la valeur de la même société non endettée plus la valeur actuelle des économies d'impôts due à la déductibilité des intérêts.

Ensuite l'introduction des coûts de faillite, puisque l'augmentation de la dette fait croitre la valeur des gains fiscaux, ensuite la valeur de la firme, mais avec l'augmentation de la dette, différents coûts naisses, comme la probabilité de faillite. A un point donné les coûts de faillite contrebalancent les gains fiscaux, c'est la structure optimale du capital. Cette structure optimale devient un ratio cible, mais les entreprises peuvent temporairement s'en écarter en raison de déséquilibres ponctuels entre les sources et les besoin de financement, dans une telle situation, les sociétés qui se sont écartées de leur ratio cible tentent ensuite de s'en rapprocher. Les sociétés dont l'endettement est supérieure au ratio cible seraient d'avantage amener à émettre des fonds propres. En revanche, une société qui se trouve sous son niveau d'endettement optimal aurait d'avantage tendance à combler ses besoins de fonds par l'endettement.

Toutefois les problèmes liés aux imperfections du marché fait que les sociétés ne convergent pas immédiatement et complètement vers un ratio cible faute d'existence de coûts d'ajustements, ce qui va produire des délais d'ajustement.

Miller (1977), dans un fameux article « Debt and taxes », et après des discussions avec ces collègues du groupe de finance à Chicago, Fischer Black, Robert Hamada, Roger Ibbotson, Myron Scholes, Chartes Upton, Joseph Williams et Eugene Fama, Miller introduit l'imposition personnelle. Le gain lié à la déductibilité de la dette se trouve réduit par la double imposition. Ainsi que les coûts de faillite sont en réalité beaucoup moins importants par rapport au gain d'impôts, donc il n'existe pas une possibilité de les comparer, cela est confirmé par les recherches empiriques. Ce qui nous ramène à croire qu'il n'existe pas une structure optimale du capital. La valeur de la société endettée peut être supérieure, inférieure ou égale à celle d'une société non endettée.

Le problème c'est que si cela est vrai, les ratios d'endettement devraient varier de manière aléatoire d'une société à une autre, ce qui n'est pas le cas.

Peut-être les explications de ces comportements reposent sur des éléments que nous avons jusqu'ici ignorés. Nous avons ignoré les conflits d'intérêts potentiels entre les financeurs de la société. Nous avons ignoré les problèmes d'informations qui favorisent les ressources internes ; bref nous avons traité la société comme une boîte noire.

À partir du travail principal de Jensen et Meckling (1976) « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », le référentiel établi par M&M est remis en cause, on peut même prétendre qu'il constitue un nouveau référentiel.

En raison de divergences d'intérêts entre les parties prenantes d'une organisation, la relation de coopération s'accompagne de conflits inducteurs des coûts, qui réduisent les gains potentiels de la coopération. Les conflits d'intérêts portent nécessairement sur des droits de propriété, et que toute coopération implique des transactions sur ces droits. En admettant que l'organisation est comme un système permettant d'obtenir des résultats affectant le bien-être de l'ensemble des parties prenantes, on comprend que cet état d'équilibre correspond à la notion de l'efficacité. La rationalité limitée, contrats incomplets, problème d'agence ... rompt la convergence entre l'équilibre obtenu et l'équilibre optimal. Les théories contractuelles des organisations se préoccupent de rétablir la convergence entre les deux équilibres.

Si la relation entre les actionnaires et les dirigeants comme exemple, se présente comme une relation d'agence, entre un principal (actionnaire) et l'agent

(dirigeant) selon laquelle le dirigeant loue son capital humain aux actionnaires, qui à leur tour mis leurs capitaux aux services des dirigeants. Jensen et Meckling (Op. cite) postulent que le financement externe implique des coûts d'agence. Donc des formes différentes de financement externe impliquent différents coûts d'agence. La structure du capital optimale d'une société est celle qui minimise la somme de tous les coûts d'agence.

Myers, Majluf, Ross et autre ont un autre apport fondamental en théorie de la structure du capital, où le problème central n'est pas les coûts d'agence entre les parties prenantes mais l'asymétrie informationnelle. Les deux approches capitales de ce courant ; la théorie du signal et la théorie de financement hiérarchique.

Pour le premier modèle, une bonne société (du point de vu des investisseurs) peut se distinguer d'une mauvaise, dans un marché, par l'envoi d'un signal à-propos de la qualité de ces actifs et flux futur. Le signal sera crédible seulement si les mauvaises sociétés ne peuvent imiter le signal. L'endettement par exemple peut être employé comme un signal crédible.

La seconde approche, affirme que l'asymétrie d'information entre les parties prenantes génère des coûts, et les ressource dont le coût est le plus bas sont choisies. La firme préférera d'abord s'autofinancer, puis lorsque le financement externe devient nécessaire, émet les titre les moins risqué comme l'endettement et en dernier recours mettra des actions ordinaires.

Pour confirmer tous ces approches, les différents chercheurs ont effectué des recherches empiriques, ces recherches confirment quelques apports, d'autres en étaient rejetés, et avec ces investigations, des nouvelles idées et voix de recherche naissent et chacune apporte un éclairage tout à fait nouveau et intéressant. Une chose est sûre, deux théorie ont était accepter largement grâce a leur pouvoir explicatif, la théorie du financement hiérarchique et la théorie du compromis ou Static Trade Off (y compris le ratio cible d'endettement ou la Dynamic Trade off).

Notre deuxième volet de recherche était de mesurer cette valeur créée, et la façon dont les indicateurs de mesure retenus utilisent le coût du capital, qui est le résultat d'une structure du capital choisi. L'EVA (Valeur Economique Ajoutée) se montre comme l'indicateur retenu en matière de mesure de la création de valeur. Constituer de la différence entre deux grandeurs ; Le rendement sur capital investi qui est le résultat d'un exercice et le coût du capital qui est le résultat de la structure

du capital choisie, confirme l'importance du choix de financement en matière de création de valeur.

Le troisième volet de notre recherche consiste à comprendre le contexte Algérien, et ensuite en basant sur les différents apports de la théorie de la structure du capital, essayer de comprendre les déterminants de la structure du capital d'une société Algérienne.

Nous avons choisi une société cotée en bourse, l'EGH El-Aurassi, où l'analyse était constituée de quatre blocs. D'abord dans un premier temps on a présenté les tableaux de bases de ses exercices. Ensuite on a cherché à comprendre le financement de l'Aurassi (notamment les différents ratios d'endettement). Et enfin tester les facteurs explicatifs de la théorie de la structure du capital.

On a conclu que l'EGH El Aurassi suivait une politique de financement hiérarchique. A savoir une préférence pour les fonds internes, et cela malgré la grande capacité d'endettement de la société. Puis le choix serait le financement externe indirect par les emprunts bancaire ou financière et enfin la publication des titres d'action a revenu variable.

Cela est une confirmation de l'apport de la théorie de la structure du capital. Un marché de capitaux caractérisé par l'asymétrie informationnel, coût d'agence (aléa moral et sélection adverse) et communication financière très réduite et flou, rend très coûteux le financement externe, voir trop risquée avec des exigences de rentabilité plus importante et des primes de risque supplémentaires.

BIBLIOGRAPHIE

- ABDELADIM Leïla, « Les privatisations d'entreprises publiques dans les pays du Maghreb. Etude juridique », Les Editions Internationales, 1998.
- ADAM Smith, « Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations », Livre v, « Du Revenu du Souverain ou de la République », 1776.
- ADDA J, « La mondialisation de l'économie » Tomes 2, Casbah Editions, Alger, 1998.
- AKERLOF G, « The Market of Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism », Quarterly Journal of Economics, 1970.
- ALBOY Michel, «La valeur est-elle autre chose qu'un discours à la mode?» Dossier : Création de valeur : au-delà de la mode, Revue Française de Gestion, n° 122, janvier février, 1999.
- ALBOY Michel, « financement et coût du capital des entreprises », EYROLLES, 1994.
- ALBOUY Michel, « Décisions financières et création de valeur », Economica, 2000.
- ALBOUY Michel, « Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », Revue Française de Gestion, n° 122, 1999.
- ALCHIANE Armen ; DEMSETZ Harold, « Production, Information Costs, and Economic Organization », American Economic Review, Vol 62, n° 5, 1972.
- ANDERSON Anne ; Roger Bey ; Samuel Weaver, « Economic Value Added Adjustments », Lehigh University press, April 7, 2005.
- BARNET William, SOLOW Robert, « An interview with F.MODIGLIANI », the university of KANSAS, working papers series in the orecal and applied economics, n°200407, 1999.
- BECKER M.P, WURGLER j, « Market timing and capital structure», Journal of Finance, vol. 57 n°1, 2002.

- BENISSAD Hocine, « L'Algérie : Restructuration et réformes économique », OPU, 1994.
- BERL, A ; G. MEANS ? « The Modern Corporation and Private Property ». New York: McMillan. 1932.
- BOUCHEMA Salah, « La mutation agraires en Algérie », l'Harmattan, 1987.
- BOUYACOUB Ahmed, « Essai sur la pensée économique et les politiques économique en Algérie, 1970-2006 », Thèse de Doctorat d'Etat, Université d'Oran, 2007.
- BOUZIDI Abdelmadjid, « Les Années 90 de l'économie Algérienne », ENAG, 1999.
- CHARVIN Robert, GUESMI Ammar, « L'Algérie en mutation » l'Harmattan, 2001.
- CHARREAUX Gérard, « La théorie positive de l'agence : positionnement et apport », Revue d'Économie Industrielle, n° 92, 2e trimestres, 2000.
- CHARREAUX Gérard, « Le gouvernement des entreprises, théories et faits », Economica, 1997.
- CHARREAUX Gérard, « Au-delà de l'approche juridico-financière : le rôle cognitif des actionnaires et ses conséquences sur l'analyse de la structure de propriété et de la gouvernance », Iae, Pôle d'économie et de gestion, 2002.
- CHARREAUX Gérard, « Stratégie financière et théorie financière ».
- CHARREAUX G ; Desbrières P. « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », Finance Contrôle Stratégie, vol. 1 (2), Juin, 1998.
- CHARREAUX Gérard, « Variation sur le theme: A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise », Finance Contrôle Stratégie, vol.5(3), septembre, 2002.
- CHARREAUX Gérard, « Le point sur ... La mesure de performance des entreprises », Professeur à l'Université de Bourgogne.

- Code des impôts Algérien.
- COESTIER Bénédicte, « Asymétrie de l'information, réputation et signes de qualités », CEPREMAP, 1995.
- COLEMAN J.S, « Foundations of Social Theory », Harvard University Press (1990).
- COMBIER J, « La défaillance d'entreprise, causes économiques, traitement judiciaire et impact financier », *Economica*, pp 41-59, 1997.
- CORIAT Bernard, WEINSTEIN Olivier, « Les nouvelles théories pour l'entreprise » Paris, Le Livre de Poche, 1995.
- DEBBOUB Youcef, « Le nouveau mécanisme économique en Algérie », OPU, 2000.
- DELOBBE Nathalie ; HERRBACH et autre, « Comportement organisationnel », De Boeck, 2005.
- DEPALLENS Georges ; JOBARD Jean Pierre, « Gestion Financière de l'Entreprise », Editions Sirey, 1997.
- Djoudi Karim, « L'interview du Ministre délégué chargé de la réforme financière », *El Watan Economie* du 13 au 19 février 2006.
- DONALDSON G, « Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity. », Boston: Division of Research, Harvard School of Business Administration, 1961.
- DORMARD Serge, « Arbitrages et endettement de la firme: Une généralisation », *Revue économique*, Vol 26, No 4, 1975.
- DROBETZ Wolfgang ; WANZENRIED Gruninger «What determines the speed of adjustment to the target capital structure? », *Applied Financial Economics* 16, 2006.
- DUBOIS D, « L'Economic Value Added (EVA) : atouts et limites », cnam, 2000.
- EHRBAR Al, STEWARD Stern, « EVA : les défis de la création de valeur », Village mondial, 2000.

- FAKHFAKH Hamadi ; BEN ATITALLAH Rihab, «Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises Tunisiennes : Validation empirique de la théorie du Trade-Off », l'Unité de Recherche COFFIT, Université de Sfax, 2004.
- FARES M ; SAUSSIÉ S, «Contrats Incomplets et Coûts de Transaction» Revue Française d'Economie, 2/3 janvier, 2002.
- GARETH Morgan, « Image de l'organisation », 2e Edition, Presses de l'université Laval, 1999.
- GAUTIER. A, « l'Algérie, Décolonisation, Socialisme, Industrialisation », BREAL, 1976.
- GLIZ Abdelkader, « valeur de l'entreprise et méthode de privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché », Thèse de Doctorat d'Etat, Université d'Alger, 2001.
- GOFFIN Robert, « Principe de finance moderne », 2^e édition, Economica, 1999.
- GRANT James, « fondation of Economic Value Added », WILEY FINANCE, 2^e Edition, 2003.
- GROSSMAN S.J, HART O.D, « An analysis of the principal-agent problem », Econometrica, 1983.
- HARRIS M, RAVIV A, «The Theory of Capital Structure», Journal of Finance, Vol, 46, No, 1, 1991.
- HIRIGOYEN Gérard ; CABY Jérôme, « La création de valeur pour l'entreprise », Economica, pp 22-25 1997.
- HOARAU C ; TELLER R, « Création de valeur et management de l'entreprise », Vuibert, 2001.
- JENSEN Michael .C, « Foundations of Organizational Strategy », Harvard University Press, 1998.
- JENSEN Michael, «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », The American Economic Review, vol. 76, n° 2, 1986.

- JENSEN Michael ; Meckling William, « The nature of man », Journal of Applied Corporate Finance, V. 7, No. 2, 1994.
- JENSEN Michael ; Meckling William, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », Journal of Applied Corporate Finance, V. 7, No. 2, 1977.
- KHOURY Nabil, et MEDINA Ephraïm, « La structure du capital : une synthèse des orientations théoriques et empiriques de la dernière décennie », l'Actualité économique, vol. 61, n° 3, 1985.
- Le site de la COSOB (Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse), www.cosob.org.
- LELAND H, PYLE D, « Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation » Journal of Finance, septembre n°4. 1977.
- MARKOWITZ Harry, « Portfolio Selection », Journal of Finance, 7(1), 1952.
- MARKOWITZ Harry, « Portfolio selection : efficient diversification of investment », New York, Wiley, 1959.
- MILLER Merton, « The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years », The Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, No. 4. (Autumn), pp 103-106, 1988.
- MILLER Merton, « Debt and taxes », Journal of Finance (32) 2, 1977.
- MODIGLIANI Franco, MILLER Merton, « The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment», American Economic Review, volume 48, 1958.
- MODIGLIANI Franco; MILLER Merton, «Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction», the American Economic Review, 53(3), 1963.
- MOURGUEUS Nathalie, « Théorie de l'agence : Ses applications financière et ses applications dans la théorie de l'entreprise », presses universitaire, Institut d'Orléans de finance, 1986.
- MYERS Stewart, «The capital structure puzzle», Journal of Finance 39, 1984.

- MYERS S. C, MAJLUF N, « Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have », Journal of Financial Economics 13, 1984.
- PONSSARD J, ZARLOWSKI P, « Principes et apports des nouveaux indicateurs de création de valeur », Revue Française de Gestion, Janvier, 1999.
- PORTRAIT Roland ; PONCET Patrice, « Finance de marché, Instruments de base, Produits dérivés, Portefeuilles et risque » Dalloz, 2^e edition, 2009.
- QUIRY Pascal, LE FUR Yann, « Pierre Vernimmen Finance d'Entreprise », Dalloz, 2002.
- RAJAN R, ZINGALES Luigi, « Power in a Theory of the Firm », Quarterly Journal of Economics, vol.108, May, p. 387-432. 1998.
- ROSS Stephen, « The economic theory of agency: The principal's problems », American Economic Review, vol. 63, n° 2, 1973.
- ROSS Stephen, « The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach », the Bell Journal of Economics, Vol. 8, No. 1. 1977.
- ROULEAU Linda, « Théorie des organisations : Approches classiques contemporaines et de l'avant-garde », Edition presses de l'université du Québec, 2007.
- SAIABDELHADI Amar, « Les effet de l'ajustement structurelles en Algérie », Thèse de Doctorat, Université d'Oran.
- SAID Benaïssa, « Fiscalité, parafiscalité, assiette et tarif », Alger, 3eme édition, 2007.
- SAUVAGEOT Georges, LEVEAU Pierre-Alban, « la fiscalité », NATHAN, 2008.
- SPENCE, A. M. « Market Signalling : Information Transfer in Hiring and Related Processes. » Cambridge: Harvard University Press, 1974.

- SHAKED I ; MICHEL A ; LEROY P. (1998), « Pourquoi l'EVA s'est imposée »
L'expansion Management Review, Septembre, 1998.
- SHARPE William, « Capital Asset Prices : A Theory of Market Equilibrium
under Conditions of Risk», Journal of Finance, 19(3), 1964.
- STERN J.M. & CASTILLO A « Origines et applications de l'EVA », Revue
Echanges, N°150, Décembre , 1998.
- STERN J ; STEWART G ; Chew D, « The EVA financial management system »,
Journal of Applied Corporate Finance 8 (été): 1995.
- TROMMETTER Michel, « Stratégies de croissance et gouvernement des
entreprises », Xième Conférence de l'Association Internationale de
Management Stratégique, juin 2001.
- VARIAN Hal, « Le principe d'arbitrage en économie financière », Annales
d'Economie et de Statistique, No 10, pp. 1-22, 1988.
- WIESER Philippe, BANGERTER Pascal, « Analyse du Risque en Matière de
Choix d'Investissement », 6^e Conférence Francophone de Modélisation et
Simulation, 2006.
- ZINGALES Luigi, « In Search of New Foundations », Journal of Finance,
August, 2000.
- ZITOUN Tayeb, GOLIARD François, « Droit fiscal des entreprises », 1ère
edition BERTI, 2007.

Liste des abréviations

M&M : Modigliani et Miller

STO : Static trade off

DTO : Dynamic trade off.

TCO : Théories contractuelles des organisations

POT : Pecking order

VAN : La valeur ajouté net

MEDAF : Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers

CAMP : Capital Asset Pricing Model

MT : Market Timing

CP : Capitaux propres

D : Dette

EVA : Economic value added

MVA : Market value added

NOPAT : Net Operating Profit After Tax

BPA : Bénéfice par action

BFR : Besoin en fond de roulement

EBIT : Earning befor interest and tax

FCF : Free Cash Flow.

EGH El-Aurassi : Entreprise de gestion hôtelière El-Aurassi.

COSOB : Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse.

BOC : Bulletin officiel de la cote

SGBV : La Société de gestion de la bourse des valeurs mobilière.

IOB : Les intermédiaires en opérations de bourse.

Liste des Figures

Figure 1 : Coût du capital en fonction du levier..... 15

Figure 2: Rendement prévu des actions ordinaires en fonction du levier financier..... 15

Figure 3 : La théorie du compromis de la structure du capital..... 29

Figure 4 : Les coûts d'agence et structure optimale du capital..... 30

Figure 5 : La frontière des portefeuilles efficients..... 108

Figure 6 : Ajustement des prix des titres 111

Figure 7 : Rentabilité et endettement..... 185

Figure 8 : Rentabilité économique, financière et ratio d'endettement..... 186

Figure 9 : La taille et politique d'endettement..... 189

Figure 10 : Le niveau du risque.....190

Figure 11 : La fiscalité et l'endettement.....200

Liste des tableaux

Actif du bilan EGH El-Aurassi	166
Passif du bila EGH El-Aurassi	167
Tableau des comptes de résultats	170
Bilan financier de l'EGH El-Aurassi (actif)	172
Bilan financier de l'EGH El-Aurassi (passif)	173
Variations des grandes masses	175
Tableau de la CAF	176
Endettement MLT	177
Endettement a CT	178
Structure de financement de l'EGH-El-Aurassi	181
Les ratios d'endettement MLT	182
La rentabilité économique	183
Rentabilité économique, financière et ratio d'endettement	185
La croissance de L'Hôtel	187
La taille de l'hôtel	188
Le niveau du risque	189
Tangibilité des Actif.....	191
Capacité d'endettement.....	191
Tableaux récapitulatif des différents résultats et la théorie de la structure du capital.....	192
L'autofinancement et la politique de distribution/rentabilité de l'EGH-El-Aurassi.....	194
L'effet de levier	195

Trésorerie	196
Les ratios de structure.....	196
Les ratios de structure	197
Liquidité générale	198
Liquidité réduite	198
Liquidité immédiate	199
La fiscalité	199

Table des Matières :

CHAPITRE I : L'APPROCHE FONDAMENTALE DE LA THEORIE DE LA SSTRUCTURE DU CAPITAL.

Introduction

Section 1 : l'approche traditionnelle versus l'apport de M&M..... 01

1. Modigliani et Miller (1958).....	04
1.1. Les hypothèses.....	05
1.2. Un prix unique pour des produits équivalents.....	06
1.3. L'introduction du financement par dettes	07
1.4. La Proposition I	08
1.5 L'arbitrage ... une opération de défaire le levier financier.....	09
1.6. La Proposition II	11
1.6. La prise en compte de la fiscalité, variation du taux d'intérêt et les dysfonctionnements des marchés	12
1.7. Proposition I, II et l'approche traditionnelle ... une révolution	15
1.8. La proposition III	19
2. Modigliani et Miller (1963)	22

2.1. La Proposition I corrigée	24
2.2. Le coût du capital corrigé	24
3. L'apport du Modèle	25
Section 2 : la Trade Off ou la théorie du Compromis	26
5. Les coûts de faillites	27
6. La structure optimale du capital	28
7. La Dynamique Trade Off ou le ratio cible d'endettement optimal	30
3.1. La détermination du ratio cible	30
3.2. Processus de retour au ratio cible	31
3.3. Les variables influençant le retour au ratio cible	33
8. L'apport du Modèle	34
Section 3 : L'apport de Miller (1977)	35
Conclusion	37

**CHAPITRE II : THEORIE DE L'AGENCE, PROBLEMES
D'INFORMATIONS ET LES INVESTIGATIONS
EMPIRIQUES.**

Section 1 : L'éclatement de la boîte noire	40
1.1. La nature de l'homme : (L'individu)	42

1.2. Les relations interindividuelles : (comment le phénomène individuel explique l'équilibre)	42
1.2.1. La représentation initiale de la relation interindividuelle.....	42
1.2.2. La relation d'agence de coopération	43
1.2.3. L'ensemble des parties-prenantes ou le nœud de contrat.....	44
1.3. L'efficience	44
1.4. Structure du capital, équilibre organisationnel et l'efficience.....	45
Section 2 : L'apport de la théorie de l'agence.....	47
2.1. Les coûts d'agence	48
2.1.1 Les coûts de surveillance.....	48
2.1.2 Les coûts de justification.....	49
2.1.3 Les coûts résiduels.....	49
2.1.4 La synthèse	49
2.2. Les différents conflits d'intérêts	50
2.2.1 Le risque moral	50
2.2.2 La sélection adverse	51

2.2.3 La perception du risque	51
2.2.4 Opportunisme et aversion au risque.....	52
2.3 La structure du capital comme un mode de résolution des conflits	52
2.4 La synthèse	54
2.4.1 L'apport de Jensen et Meckling	55
2.4.2 L'apport de Stulz	55
2.4.3 Le Modèle de Jensen	56
2.4.4 L'apport de Harris et Raviv.....	56
Section 3 : Les problèmes d'informations et structure du capital.....	58
3.1. Le rôle de l'information dans la décision de financement.....	58
3.2. La théorie du signale et structure du capitale.....	59
3.3. La synthèse.....	61
3.2 Peking Order Theory ou la théorie du financement hiérarchique.....	62
3.2.1La synthèse	64
Section 4 : investigations empiriques, nouvelle voix et les nouvelles idées.....	66

4.1 Les nouvelles idées	66
4.1.1 Market Timing, ou la structure du capital comme un héritage.....	66
4.1.2 Contrôle et structure du capital	67
4.1.3 Stratégie et structure du capital	68
4.1.4 Dimension culturelle et structure du capital	70
4.2 Les investigations empiriques	71
4.2.1 Comportement des dirigeants financiers	72
4.2.2 Des recherches sur des théories spécifiques.....	72
4.2.3 Des recherches sur les grands thèmes de la structure.....	73
4.2.4 Les comparaisons internationales	74
4.2.4.1 L'Asie	75
4.2.4.2 G-7.....	74
4.2.4.3 Les pays en voie de développement	74
4.2.5 Des recherches sur les facteurs explicatifs	75
4.2.5.1 La taille	75
4.2.5.2 La profitabilité	75

4.2.5.3 Le risque	76
4.2.5.4 Tangibilités des actifs	76
4.2.5.5 La croissance	76
4.2.5.6 Impôt	77
4.2.6 Les variables macroéconomiques	77
4.2.7 Le développement financier.....	78
4.2.7.1. Les banque.....	78
4.2.7.2 Les marchés financiers.....	78
4.3. Les nouvelles voix de recherche.....	78
4.3.1. Zingales (2000).....	80
4.3.1.1Les conséquences pour la structure financière.....	80
4.3.2. Charreaux.....	81
4.3.2.1. Les conséquences pour la structure financière.....	82
Conclusion.....	84

CHAPITRE III : La mesure de la création de valeur.

Section I. La mesure de la création de valeur.....	87
--	----

Introduction	87
1.1 La mesure de création de valeur ... de quelle valeur créé il s'agit ?.....	88
1.2 Le mécanisme de la création de valeur	89
1.3 La mesure de la valeur créée	91
➤ Les indicateurs comptables	91
➤ Les indicateurs économiques	91
➤ Les indicateurs boursiers	91
➤ Les indicateurs de profit	92
➤ Les indicateurs de rentabilité	92
➤ Les indicateurs de création de valeur	92
1.4 Valeur économique ajouté « EVA ».....	93
Section 2 : EVA, la première grandeur (Rendement sur capital investi).....	96
2.1 Les ajustements comptables et calcul de l'EVA	97
2.1.1 Comptabilisation d'éléments constitutifs de flux monétaires ou non flux	97
2.1.2 Comptabilisation en continuité de l'exploitation ou en liquidation.....	99

2.1.3 Comptabilisation en coûts complets ou recherches fructueuses.....	100
2.2 Le free cash flow et l'EVA.....	101
Section 3: EVA, la deuxième grandeur (le coût des capitaux propres).....	102
3.1 Le taux de rendement.....	103
3.2 Le coût des fonds propres	104
3.2 La relation entre le risque, coût des capitaux propres et MEDAF.....	105
➤ Le taux sans risque	106
➤ Prime du risque du marché	106
3.3 Coût moyen pondéré du capital ou Weighted Average Cost of Capital (WACC).....	112
Conclusion	

CHAPITRE IV : Le contexte Algérien, le cas EGH El Aurassi.

Section 1 : Le contexte Algérien.....	117
Sous Section 1: Les retombés de l'économie Algérienne sur le financement des sociétés.....	117
1.1. L'indépendance	117

1.2. L'économie Algérienne de la période 1986-1998	119
1.3. En 1999 c'est l'ère du président Bouteflika.....	124
1.4. L'année 2009.....	127
Sous Section 2 : Le secteur financier Algérien.....	129
Sous Section 3 : La fiscalité Algérienne et théorie de la structure du capital.....	130
3.1. Le système Fiscal Algérien	130
3.2. Les différents produits financiers	131
3.3. Les produits des placements à revenu variable	131
3.4. Les produits des placements à revenu fixe	131
3.5. La plus value de cession de valeur mobilière.....	132
3.6. Les modalités d'imposition.....	132
3.7. La double taxation de Miller (1977) et le cas Algérien.....	133
3.8. LE CHAMP D'APPLICATION DE L'IMPOT SUR LES BENEFICES DES SOCIETESALGERIENNE.....	134
3.8.1. Les sociétés imposables	134
3.8.1.1. Les sociétés obligatoirement imposables	134
3.8.1.2. Suivant la nature de l'activité exercée	135

3.8.1.3. Les sociétés imposables par option	137
3.8.1.3.1. Les règles de territorialité	137
3.8.1.3.1.1. Les exemptions	139
➤ Exonérations permanentes.....	139
➤ Exemptions temporaires.....	140
Sous-section 4: Droit des affaires, faillite et concurrence en Algérie.....	141
4.1. LE DROIT DES AFFAIRES.....	142
4.1.1. La Création des Entreprises	142
4.1.2. Le Fonctionnement des entreprises.....	143
4.1.3La concurrence.....	144
4.1.4. Les Sûretés.....	145
4.1.5. La faillite.....	146
Sous Section 5: Evaluation des entreprise et mesure de la valeur créée en Algérie.....	148
5.1. Les obstacles de l'évaluation en Algérie.....	149
5.1.1. Faible visibilité des perspectives de l'entreprise.....	149
5.1.2. Fiabilité de l'information comptable.....	149
5.1.3. Le risque institutionnel.....	150

5.1.4. Le marché financier Algérien.....	150
Section 2 : Le marché financier Algérien « La Bourse d'Alger ».....	151
2.1. Le Marché des Actions.....	154
2.1.1. Evolution des cours des titres en Bourse d'Alger...	155
2.2. Le Marché des obligations	156
2.3. Activité des OPCVM	157
2.3.1. Evolution des résultats de la SICAV CELIM	158
Section 3 : Le Cas EGH EL-AURASSI.....	159
3.1. Le bilan comptable de l'EGH-El-Aurassi.....	166
3.2. Bilan financier.....	172
3.3. Comprendre le financement de l'EGH-El-Aurassi.....	176
3.3.1. Capacité d'autofinancement (CAF) et le l'Autofinancement.....	176
3.3.2. Endettement MLT.....	177
3.3.3. Endettement a CT.....	178
3.3.4. Financement par action.....	178
3.3.5. Structure de financement de l'EGH-El-Aurassi.....	181

3.4. Les ratios d'endettement	182
3.5. La politique de financement de et la théorie de la structure du capital	183
3.5.1. La rentabilité.....	183
3.5.2. Les opportunités de croissance.....	186
3.5.3. La taille.....	187
3.5.4. Le niveau du risque.....	189
3.5.5. Tangibilité des Actif.....	190
3.6. Effet de levier, probabilité de faillite et Fiscalité de l'EGH-El-Aurassi.....	194
L'effet de levier.....	194
3.6.1. Probabilité de faillite.....	195
3.6.2. L'analyse de liquidité du bilan.....	195
3.7. Les ratios de structure.....	196
3.8. L'analyse de la capacité de remboursement à court terme.....	198
3.9. La fiscalité.....	199
Conclusion.....	201

Résumé

L'idée de l'effet de levier est extrêmement simple, où la rentabilité différentielle « rentabilité économique moins charge financière fait apparaître un gain (si la rentabilité économique est supérieure au taux d'intérêt, sinon, on va avoir l'effet inverse appelé coût de massue), plus en s'endette, plus est grand ce gain. Donc une existence d'une structure optimale du capital.

Les traditionnelles, sans pouvoir le démontrer ni fixer ce niveau optimal d'endettement, ont confirmé l'existence d'une telle structure. Mais Modigliani et Miller (1958) ont initiées un important débat théorique quant à la portée réel du levier de la dette dans la politique financière des entreprises. Leur démonstration est basée sur une technique particulière concernant les choix des investissements sur les marchés financiers : celle de l'Arbitrage. Ils suggèrent que les facteurs explicatifs d'une structure du capital optimale ne pouvaient se situer que dans les imperfections du marché.

D'abord, la fiscalité introduite par M&M en 1963, l'endettement se trouve privilégié, la valeur de la société endettée est égale à la valeur de la même société non endettée plus la valeur actuelle des économies d'impôts due à la déductibilité des intérêts. Ensuite l'introduction des coûts de faillite, puisque l'augmentation de la dette fait croître la valeur des gains fiscaux, ensuite la valeur de la firme, mais avec l'augmentation de la dette, différents coûts naissent, comme la probabilité de faillite. A un point donné les coûts de faillite contrebalancent les gains fiscaux, c'est la structure optimale du capital. Cette structure optimale devient un ratio cible, mais les entreprises peuvent temporairement s'en écarter en raison de déséquilibres ponctuels entre les sources et les besoins de financement, dans une telle situation, les sociétés qui se sont écartées de leur ratio cible tentent ensuite de s'en rapprocher. Les sociétés dont l'endettement est supérieure au ratio cible seraient d'avantage amener à émettre des fonds propres. En revanche, une société qui se trouve sous son niveau d'endettement optimal aurait d'avantage tendance à combler ses besoins de fonds par l'endettement. On a conclu que l'EGH El Aurassi suivait une politique de financement hiérarchique. A savoir une préférence pour les fonds internes, et cela malgré la grande capacité d'endettement de la société. Puis le choix serait le financement externe indirect par les emprunts bancaire ou financière et enfin la publication des titres d'action a revenu variable.

Mots Clés

Modigliani, Miller, Structure de capital, Bourse, Finance moderne, Finance organisationnelle, Théorie de l'Agence, Asymétrie d'information, Jensen, Meckling.